

UiO : **Det juridiske fakultet**

Undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6

Et forebyggende tiltak mot innsidehandel

Kandidatnummer: 664 & 694

Leveringsfrist: 25. april 2015

Antall ord: 25 759



Innholdsfortegnelse

| | | |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1 | Innledning..... | 1 |
| 1.1 | Tema og problemstilling..... | 1 |
| 1.2 | Rettslig plassering av undersøkelsesplikten som forebyggende tiltak mot innsidehandel | 3 |
| 1.3 | Metoden og rettskildegrunnlaget for analysen | 4 |
| 1.3.1 | Lovtekst og forskrifter | 4 |
| 1.3.2 | EU-direktiver og forordninger | 5 |
| 1.3.3 | Forarbeider | 7 |
| 1.3.3.1 | Undersøkelsesplikten forhistorie..... | 8 |
| 1.3.4 | Rettspraksis og forvaltningspraksis | 13 |
| 1.3.5 | Teori..... | 15 |
| 1.3.6 | Regulerte markeders medlemsvilkår og regler | 15 |
| 1.4 | Avgrensninger | 16 |
| 1.5 | Oppgavens oppbygging | 19 |
| 2 | Innsidehandel | 20 |
| 2.1 | Introduksjon..... | 20 |
| 2.2 | Begrepet innsidehandel..... | 21 |
| 2.3 | Ulovlig innsidehandel i et komparativt perspektiv | 22 |
| 3 | Legislative hensyn | 23 |
| 3.1 | Generelle hensyn bak reglene om innsidehandel | 23 |
| 3.1.1 | De skadelige følger av ulovlig innsidehandel | 23 |
| 3.1.2 | Tillitt til systemet | 26 |
| 3.1.3 | Rettferdighet | 29 |
| 3.1.4 | Forutsigbarhet | 30 |
| 3.2 | De særlige reglene for primærinnsidere | 31 |
| 3.2.1 | Introduksjon | 31 |
| 3.2.2 | Meldeplikten | 34 |
| 3.2.3 | Verdipapirhandelloven § 3-6 øvrige regler..... | 35 |
| 3.2.3.1 | Introduksjon..... | 35 |
| 3.2.3.2 | Tredje ledd | 35 |
| 3.2.3.3 | Fjerde ledd | 37 |
| 3.2.3.4 | Femte ledd | 37 |
| 3.2.3.5 | Sjette ledd | 38 |
| 3.3 | Hensynene bak undersøkelsesplikten | 38 |

| | | |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4 | Undersøkelsesplikten virkeområde..... | 41 |
| 4.1 | Introduksjon..... | 41 |
| 4.2 | Bestemmelsens personelle virkeområde..... | 41 |
| 4.2.1 | Introduksjon | 41 |
| 4.2.2 | Styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket..... | 42 |
| 4.2.2.1 | Styret..... | 42 |
| 4.2.2.2 | Medlem av kontrollkomité | 43 |
| 4.2.2.3 | Revisor tilknyttet utstederforetaket | 45 |
| 4.2.2.4 | Ledende ansatt | 46 |
| 4.2.3 | Varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket..... | 48 |
| 4.2.3.1 | Varamedlem..... | 49 |
| 4.2.3.2 | Observatør | 49 |
| 4.2.3.3 | Styresekretær og direksjonssekretær | 50 |
| 4.2.4 | Ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern | 50 |
| 4.2.5 | Forholdet mellom undersøkelsesplikten og listeføringsplikten | 51 |
| 4.3 | Bestemmelsens stedlige virkeområde..... | 52 |
| 4.4 | Bestemmelsens saklige virkeområde..... | 53 |
| 4.4.1 | Introduksjon | 53 |
| 4.4.2 | Finansielle instrumenter | 53 |
| 4.4.3 | Regulerte markeder | 60 |
| 4.4.4 | Notering | 62 |
| 5 | Primærinnsideres undersøkelsesplikt | 64 |
| 5.1 | Introduksjon..... | 64 |
| 5.2 | Handel..... | 64 |
| 5.2.1 | Tegning, kjøp, salg eller bytte..... | 64 |
| 5.2.2 | Foretagelse | 65 |
| 5.2.3 | Tilskyndelse | 66 |
| 5.2.4 | Inngåelse | 67 |
| 5.3 | Undersøkelsen | 68 |
| 5.3.1 | Introduksjon | 68 |
| 5.3.2 | Innsideinformasjon | 68 |
| 5.3.3 | Taushetsplikten | 73 |
| 5.3.3.1 | Informasjonsplikt | 74 |
| 5.3.4 | Forsvarlig undersøkelse | 75 |
| 5.3.4.1 | Introduksjon..... | 75 |
| 5.3.4.2 | Generelt om undersøkelse | 76 |
| 5.3.4.3 | Forsvarlig..... | 76 |
| 5.3.4.4 | Momenter i undersøkelsen..... | 77 |

| | | |
|----------|---------------------------------------------------------------|-----------|
| 5.4 | Virkninger av brudd på undersøkelsesplikten | 85 |
| 5.4.1 | Introduksjon | 85 |
| 5.4.2 | Misbruk av innsideinformasjon | 85 |
| 5.4.3 | Rapporteringsplikten | 88 |
| 5.4.4 | Sanskjoner ved brudd på undersøkelsesplikten | 89 |
| 5.4.4.1 | Rettsvillfarelse | 90 |
| 6 | Undersøkelsesplikten i et komparativt perspektiv | 91 |
| 7 | Oppsummerende konklusjon | 94 |
| 7.1 | Oppsummering | 94 |
| 7.2 | Undersøkelsesplikten de lege ferenda | 95 |
| 8 | Litteraturliste | 96 |
| 9 | Registre | 99 |
| 9.1 | Lover | 99 |
| 9.2 | Forskrifter | 104 |
| 9.3 | EU- og EØS-direktiver og forordninger | 105 |
| 9.4 | Rettspraksis | 107 |
| 9.5 | Forarbeider | 108 |
| 9.6 | Forvaltningspraksis | 110 |
| 9.7 | Rundskriv og veiledning | 111 |
| 9.8 | Brev | 111 |
| 9.9 | Øvrig | 112 |

1 Innledning

1.1 Tema og problemstilling

Denne masteroppgaven omhandler primærinnsideres undersøkelsesplikt i verdipapirhandelloven¹ (heretter vphl.) § 3-6 første og annet ledd. Formålet med avhandlingen er å redegjøre for de problemstillinger og rettslige spørsmål som nevnte bestemmelse innbefatter.

Begrepet undersøkelsesplikt henspiller til den undersøkelse som skal foretas for å avdekke hvorvidt innsideinformasjon foreligger i primærinnsiderens selskap. Primærinnsider er betegnelsen på en personkrets i et foretak som utsteder finansielle instrumenter. Denne persongruppen består av aktører som normalt vil sitte i styret, i en ledelsesposisjon eller være tilknyttet et foretak på annen måte, jf. vphl. § 4-2, jf. § 3-6.² Slike personer er med det pliktet til å undersøke, før vedkommende handler finansielle instrumenter utstedt av sitt foretak eller foretak i samme konsern. I sistnevnte tilfelle må det imidlertid foreligge en tilstrekkelig tilknytning mellom primærinnsideren og det andre utstederforetaket i konsernet.

Undersøkelsen må utføres på forsvarlig vis for at bestemmelsen skal være overholdt. Plikten vil gjelde uavhengig av om primærinnsideren selv foretar handelen, eller om vedkommende tilskynder til handelen. Overtredelse av bestemmelsen er sanksjonert med straff i vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2.

Hensikten med undersøkelsesplikten er å avklare hvorvidt det foreligger kurssensitive opplysninger om primærinnsiderens utstederforetak eller dets finansielle instrumenter, som vedkommende ønsker å handle. Dersom disse opplysningene ikke er offentlig kjent, regnes det som innsideinformasjon, og instrumentene vil med det være forbudt å handle for primærinnsideren.

Misbruk av innsideinformasjon, herunder å handle, regnes som ulovlig innsidehandel etter vphl. § 3-3 første ledd. Dette er uønsket atferd, idet slike forbrytelser vil kunne svekke tillitten til de regulerte markeder.

¹ Verdipapirhandelloven av 2007.

² Oslo Børs, Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.

Redusert tillitt til et marked innebærer redusert investeringsvilje fra investorer, noe som igjen vil kunne svekke kapitaltilførselen til markedet.³

Som konsekvens har lovgiver vedtatt et omfattende regelverk som har til hensikt å forby, samt forebygge innsidehandel. Målet er å skape et velfungerende marked, der riktig informasjon blir fordelt samtidig og likt på markedet.⁴⁵ På denne måten vil markedet oppnå en mest mulig korrekt prising av finansielle instrumenter.⁶ Dette i sin tur vil være tillitsskapende.

Undersøkelsesplikten vil i denne sammenheng spille en viktig rolle i forebyggingen av innsidehandel og således generere tillit til regulerte markeder.

I kraft av vedkommendes stilling, antas det at en primærinnsider vil ha tilgang på mer informasjon enn resten av aktørene på de regulerte markeder. Såfremt informasjonen faller inn under kategorien innsideopplysninger, vil handel som nevnt konstituere et lovbrudd. Å bevise skyld hos primærinnsideren, vil imidlertid ofte kunne være vanskelig. I all hovedsak er det snakk om svært profesjonelle aktører som vet å skjule eventuelle forbryterske spor.⁷ Ved å pålegge primærinnsidere en plikt til å undersøke, vil hensynet til notoritet tilsa at vedkommende vil måtte etterlate seg spor. Undersøkelsespliktens overordnede formål er med det å gjøre ulovlig innsidehandel lettere å avdekke.

³ Bergo (2014) s. 275.

⁴ Bergo (2014) s. 120.

⁵ Myklebust (2011) s. 257.

⁶ Bergo (2014) s. 120.

⁷ Trendrapport Økokrim, 2013-1014 s. 26.

1.2 Rettslig plassering av undersøkelsesplikten som forebyggende tiltak mot innsidehandel

Undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd er plassert i verdipapirhandelloven kapittel 3 om «[g]enerelle atferdsbestemmelser». Kapitlet inneholder både forebyggende regler og forbudsbestemmelser, hvorpå plikten til undersøkelse faller inn under førstnevnte.

Personkretsen som rammes av vphl. § 3-6 første og annet ledd er relativt smal. I tillegg til undersøkelsesplikten finnes det også regler om meldeplikt, taushetsplikt, løpende informasjonshåndtering og rådgivningsforbud. Undersøkelsesplikten vil med det fungere som et forebyggende supplement til de øvrige innsidehandelreglene. Samlet utgjør denne gruppen bestemmelser det rettslige skjoldet mot ulovlig innsidehandel.

Per 1. januar 2014 eksisterte det 526 703 virksomheter i Norge.⁸ Den siste oversikten publisert av Oslo Børs i rapporten «Antall selskaper notert ved årsslutt»⁹, er fra utgangen av 2009. Det var da 208 selskaper notert på børsen.¹⁰ Det er med andre ord et fåtall børsnoterte foretak i Norge, sammenlignet med øvrige norskregistrerte virksomheter. Som oppgaven vil vise, er dette ikke til hinder for at verdipapirkriminalitet likevel forekommer.

Denne oppgaven bruker verdipapirhandellovens valgte begrep «foretak», med begrepene "selskap" og "virksomhet" om hverandre. Begrepene skal forstås likt.

⁸ SSB, Virksomheter.

⁹ Oslo Børs, Antall selskaper notert ved årsslutt.

¹⁰ *ibid.*

1.3 Metoden og rettskildegrunnlaget for analysen

1.3.1 Lovtekst og forskrifter

Undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd hører som nevnt inn under lovens kapittel 3 om «[g]enerelle atferdsbestemmelser». Bestemmelsen har gjennomgått flere forandringer i løpet av dennes eksistens. Verdipapirhandelloven suppleres også av en forskrift¹¹, som yter veiledning til tolkningen av bestemmelsens virkeområde. Overtredelse av bestemmelsen kan medføre straffesanksjoner, jf. vphl. § 17-3 annet ledd. I tillegg vil enkelte av straffelovens¹² (heretter strl.) generelle bestemmelser kunne supplere sanksjonsbestemmelsene i verdipapirhandelloven kapittel 17.

Verdipapirhandelloven § 3-6 første og annet ledd gjelder kun for primærinnsidere i utstederselskap som er notert på regulerte markeder, og vil dermed ha en fot i børsløvgivningen.¹³¹⁴ Deler av bestemmelsen retter seg utelukkende mot aksjer. Her vil imidlertid kun allmennaksjeloven¹⁵ (heretter asal.) kunne komme til anvendelse, idet aksjeloven¹⁶ gjelder aksjer som ikke er børsnoterte.

Oppgaven vil benytte seg av den tradisjonelle juridiske metode, slik uttrykt av Eckhoff¹⁷, der den finner det hensiktsmessig. Som følge av dette vil lovens ordlyd tolkes etter en naturlig språklig forståelse¹⁸.

¹¹ Verdipapirforskriften.

¹² Straffeloven.

¹³ Børsloven.

¹⁴ Børsforskriften.

¹⁵ Allmennaksjeloven.

¹⁶ Aksjeloven.

¹⁷ Eckhoff (2001) s. 18.

¹⁸ Eckhoff (2001) s. 151.

1.3.2 EU-direktiver og forordninger

EU-retten har det siste tiåret spilt en meget stor rolle for den europeiske finansmarkedsrettens utvikling. De to viktigste direktivene på dette området er markedsmisbruksdirektivet¹⁹ (heretter MAD) og verdipapirmarkedsdirektivet²⁰ (heretter MiFID). Begge skapte store rettslige bølger da de trådte i kraft, og har hatt en stor betydning for de etterfølgende nasjonale lovregler om innsidehandel.

For direktiver gjelder ikke prinsippet om direkte virkning, slik det gjør for forordninger. Direktiver er bindende overfor medlemstatene, men de bestemmer selv hvordan de ønsker å gjennomføre direktivet, jf. art. 288 TFEU²¹.

Norge er ikke medlem av EU, og et slikt monistisk prinsipp er heller ikke hjemlet i EØS-avtalen²². Med henblikk på det dualistiske prinsipp, kan ikke slike direktiver få direkte virkning for norsk rett uten at de på en eller annen måte gjennomføres. Imidlertid følger det av presumsjonsprinsippet at norsk rett presumeres å være i samsvar med Norges folkerettslige forpliktelser. Norge er således i mange tilfeller forpliktet gjennom EØS-avtalen til å gjennomføre EU-retten i den nasjonale rett. I Norge ble gjennomføringsdirektivet²³ for MAD gjennomført ved en endringslov²⁴ til verdipapirhandelloven i 2005.

MAD og MiFID har begge fått sine etterfølgere i og med MAD II²⁵ og MiFID II²⁶. Til de nye direktivene har det også blitt vedtatt egne forordninger, henholdsvis MAR²⁷ for MAD II, og MiFIR²⁸ for MiFID II.

¹⁹ MAD.

²⁰ MiFID.

²¹ Treaty on the Functioning of the European Union.

²² EØS-loven.

²³ Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF.

²⁴ Gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.

²⁵ MAD II.

²⁶ MiFID II.

²⁷ MAR.

²⁸ MiFIR.

MiFID II må implementeres i medlemsstatene senest juni 2016.²⁹ MiFID II og MiFIR vil da gjelde direkte i medlemsstatene fra januar 2017.³⁰ Majoriteten av MAD II og MARs regler vil ikke tre i kraft før 3. juli 2016, som utgjør fristen for medlemsstatene til å gjennomføre reglene i nasjonal rett, jf. MAD II art. 13 (1) og MAR art. 39 (2). Dette er samme dato som MAD og dens etterfølgende implementerende lovgivning oppheves. Det er på det rene at de nye direktivene og forordningene på samme måte som de eldre, er relevante for det indre marked.

For forordningene sin del vil dette dermed medføre at de må innlemmes i EØS-avtalen, jf. EØS-loven artikkel. 7 første ledd bokstav a, og *«gjøres til del av avtalepartenes interne rettsorden»*. I Norge skjer dette ved at Stortingets Europautvalg iverksetter arbeidet med å gjennomføre et tilsvarende regelverk, *«med sikte på å gjøre det mulig med samtidig iverksettelse av det nye fellesskapsregelverk og endringene i vedleggene til»* EØS-avtalen, jf. EØS-loven artikkel. 102 nr. 1. For direktivene sin del er *«formen og midlene for gjennomføringen»* overlatt til medlemslandet, jf. EØS-loven artikkel. 7 første ledd bokstav b. Forordninger gjennomføres vanligvis ved forskrift. Det samme gjelder for direktiver, men dersom de er av en viss størrelse, kan lovendringer være nødvendig for å imøtekomme de forandringer direktiver av slik størrelse ofte medfører.

Der de nye direktivene og forordningene vil medføre ny lovgivning, som det kan antas at Norge må ta i betraktning, og som omhandler temaer som behandles innenfor oppgavens ramme, vil dette fremkomme av oppgaveteksten.

²⁹ ESMA, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II.

³⁰ *ibid.*

1.3.3 Forarbeider

Undersøkelsesplikten uten klareringsplikt, slik vi kjenner den i dag, så dagens lys i og med vedtagelsen av verdipapirhandelloven av 1997³¹. Forarbeidene³² til denne loven vil dermed være relevante. Det følger av forarbeidene³³ til verdipapirhandelloven av 2007 at bestemmelsen i § 3-6, er ment å videreføre den opphevede bestemmelsen i verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6.³⁴ Forarbeidene³⁵ vil med det være en tolkningskilde for forståelsen av undersøkelsesplikten, i samspill med andre rettskilder. Børsloven bidrar med veiledning angående vphl. § 3-6 første og annet ledd sitt virkeområde, og de øvrige forarbeidene³⁶ til børsloven og dens forgjenger har dermed relevans.

Som en følge av MAD ble Norge som EØS-land forpliktet til å gjennomføre reglene i direktivet. Forarbeidene³⁷ til den endringslov for verdipapirhandelloven som gjennomførte MAD i norsk rett, vil derfor kunne gi veiledning vedrørende lovgivers fortolkning av MAD. Forarbeidene til MAD vil imidlertid tillegges lite vekt, til forskjell fra direktivets fortale, noe som er generell praksis ved tolkning av EU-direktiver.³⁸

³¹ Verdipapirhandelloven av 1997.

³² Eksempelvis NOU 1996:2 og Ot.prp.nr.29 (1996-1997).

³³ Ot.prp.nr.34 (2006-2007).

³⁴ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 421.

³⁵ NOU 2006:3.

³⁶ NOU 1999:3 og NOU 2006:3.

³⁷ Ot.prp.nr.12 (2004-2005).

³⁸ Sejersted (2011) s. 57.

1.3.3.1 Undersøkelsesplikten forhistorie

1.3.3.1.1 Opprinnelsen

Ved en endringslov av 1991³⁹ ble det gjennom verdipapirhandelloven av 1985⁴⁰ § 6 (senere videreført i samme lovs § 1-8), for første gang introdusert en undersøkelsesplikt for innsideopplysninger i norsk rett. Bestemmelsen var imidlertid noe annerledes utformet, og i en abbreviert form, sammenlignet med någjeldende vphl. § 3-6.

Verdipapirhandelloven av 1985 § 6 oppstilte et generelt innsidehandelsforbud i første ledd. Bestemmelsens definisjon av innsideinformasjon svarer i stort sett til legaldefinisjonsbestemmelsen i någjeldende vphl. § 3-2 første ledd, med unntak av enkelte presiseringer og kravet om «vesentlig» kurspåvirkning, mot dagens «merkbart».

I forbindelse med innføringen av undersøkelsesplikten i verdipapirhandelloven av 1985 § 6, fikk vi i samme lovs § 6 b) første ledd et generelt forbud mot primærinnsideres handel i utstederens finansielle instrument. Etter bestemmelsen gjaldt forbudet *«i tidsrommet to måneder før offentliggjøring av styrets forslag til utsteders årsoppgjør, eller to måneder før foreløpig årsoppgjør dersom dette offentliggjøres tidligere, og en måned før offentliggjøring av utsteders delårsrapport»*. I forbindelse med vedtagelsen av lovendringen uttalte Finansdepartementet at det *«[i] perioden like før offentliggjørelse av regnskapstall vil det nødvendigvis ofte foreligge en del kursrelevant informasjon som ikke er offentliggjort»*.⁴¹

Videre ble det uttalt at et generelt forbud mot å handle i de nevnte perioder, ville kunne *«være et alternativ til det alminnelige forbudet mot innsidehandel»*.⁴² Et slikt system med "røde perioder" ble ikke videreført i verdipapirhandelloven av 1997.

³⁹ Innsideregler og emisjonskontroll.

⁴⁰ Verdipapirhandelloven av 1985.

⁴¹ Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 33.

⁴² *ibid.*

Selve undersøkelsesplikten kom inn i verdipapirhandelloven av 1985 § 6 første ledd annet punktum, som oppstilte en plikt for primærinnsidere til å ikke kjøpe eller selge finansielle instrumenter i det egne selskapet, «uten først å ha undersøkt om det foreligger» innsideinformasjon om selskapet.

I motsetning til undersøkelsesplikten i verdipapirloven av 1997 og någjeldende lov, gjaldt undersøkelsesplikten også for informasjon om «andre forhold», jf. verdipapirhandelloven av 1985 § 6 første ledd annet punktum sammenholdt med første punktum. Det var imidlertid ikke noe krav etter loven om at undersøkelsen skulle være forsvarlig, jf. någjeldende vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Forsvarlighetsvilkåret ble først innført i forskrifts form, se nedenfor. Imidlertid oppstilte bestemmelsen en klareringsplikt, jf. verdipapirhandelloven av 1985 § 6 første ledd tredje punktum. Primærinnsiderens kjøp eller salg måtte «på forhånd klareres av foretakets øverste administrative leder». Hvis primærinnsideren var den «øverste administrative leder», måtte vedkommende innhente klarering fra utstederforetakets styreleder, jf. bestemmelsens første ledd fjerde punktum.

Dersom en slik klarering «forsettlig ikke på forhånd» ble gitt i forbindelse med primærinnsiderens kjøp eller salg, og primærinnsideren ikke kunne godtgjøre at han ikke hadde innsideinformasjon ved handelen, skulle vedkommende anses for å ha handlet med innsideinformasjon, jf. verdipapirhandelloven av 1985 § 6 annet ledd første punktum.

Det forelå med andre ord en omvent bevisbyrde for primærinnsideren. Videre følger det av forarbeidene⁴³ til lovendringen at det å oppstille en særskilt klareringsplikt, ville «gi en forutberegnelighet», i tillegg til at det måtte «antas å ha en preventiv effekt for den gruppen personer som pålegges undersøkelsesplikt».⁴⁴⁴⁵

Det ble videre uttalt at klareringsplikten ville kunne lette bevisproblemer ved overtredelse av undersøkelsesplikten, da klarering skulle være skriftlig og ved at det skulle «gis hjemmel for å gi forskrifter om det nærmere innholdet av slike klareringer».⁴⁶

⁴³ Innst.O.nr.5 (1991-1992).

⁴⁴ Innst.O.nr.5 (1991-1992) s. 11.

⁴⁵ ibid.

⁴⁶ ibid.

En slik hjemmel ble gitt i verdipapirhandeloven av 1985 § 6 første ledd femte punktum som åpnet for «*nærmere regler om framgangsmåten ved klarering*». Den etterfølgende klareringsforskriften⁴⁷ §§ 2 og 3 stadfestet skriftlighetskravet både for den som ønsket klarering, og den som besvarte anmodningen.

Klareringsforskriften § 4 innførte forsvarlighetsvilkåret i undersøkelsesplikten, selv om det kun gjaldt for klarereren. Av nevnte bestemmelse fulgte det at klarereren ble pålagt å «*utføre forsvarlige undersøkelser for å bringe på det rene hvorvidt klarering*» kunne gis før vedkommende besvarte en klareringsanmodning, og «*uten ugrunnet opphold*». Hva som kunne sies å utgjøre en forsvarlig undersøkelse var forskriften taus om, men et brev til høringsinstansene⁴⁸ før ikrafttredelsen av forskriften, kan bidra til å kaste lys over hva som kunne kreves for at vilkåret ville bli ansett oppfylt. I brevet uttalte Finansdepartementet at «*det er vanskelig å gi en utømmende presisering av hvilke undersøkelser som skal være tilstrekkelig for å oppfylle*» kravet om forsvarlighet.⁴⁹ Inntatt i brevet er imidlertid NHO og Norges Rederiforbund sin anbefaling av innholdet i forsvarlighetsnormen.⁵⁰

Finansdepartementet var enige i at en forsvarlig undersøkelsesplikt «*normalt vil være oppfylt*», dersom anbefalingen ble fulgt.⁵¹ Denne anbefalingen oppstilte fire punkter som klarereren burde ta i betraktning i sin utførelse av en forsvarlig undersøkelse.

For det første burde klarereren sørge for at alle ledende ansatte fikk en instruks om å «*uten ugrunnet opphold ... meddele alle opplysninger*» som kunne anses for å være kurssensitive, samt påse at deres underordnede fikk «*tilsvarende instruks*».⁵²⁵³ Dette ville tale i retning for at undersøkelsen var forsvarlig.⁵⁴

For det andre burde klarereren undersøke «*hvorvidt han har uavhentet og/eller uåpnet post*», og sørge for å gjennomgå slik post.⁵⁵

⁴⁷ Klareringsforskriften.

⁴⁸ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene.

⁴⁹ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 2.

⁵⁰ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 2 og 3.

⁵¹ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 3.

⁵² *ibid.*

⁵³ *ibid.*

⁵⁴ *ibid.*

⁵⁵ *ibid.*

For det tredje måtte klarereren, «*hvis han er klar over at en utvikling pågår innen foretaket ... som kan føre til kurssensitiv informasjon*», undersøke hvorvidt denne utviklingen ville føre til at han kom i besittelse av innsideinformasjon.⁵⁶

Til sist burde klarereren spørre den som anmodet om en klarering, hvorvidt vedkommende satt med innsideinformasjon.⁵⁷

Hvis klarereren var administrerende leder burde han oppfylle alle fire punkter for å overholde forsvarlighetsvilkåret.⁵⁸ For styreleder eller hans stedfortreder var det tilstrekkelig at annet til fjerde punkt ble fulgt.⁵⁹ I brevet forutsatte ellers Finansdepartementet «*at det enkelte foretak vil etablere betryggende rutiner for gjennomføring av klareringsplikten*».⁶⁰ Klareringsplikten er i dag ikke lenger påkrevd etter verdipapirregelverket. Imidlertid vil oppgavens hoveddel illustrere at klarering ofte er en del av de interne rutiner hos utstedere av finansielle instrumenter, og således kan det virke som om Finansdepartementets antagelse var korrekt.

Hvis klarereren etter en slik undersøkelse som nevnt i klareringsforskriften § 4, avklarte at innsideinformasjon forelå, skulle han avslå klareringsanmodningen, jf. klareringsforskriftens § 5 første ledd. Klareringen hadde en gyldighetstid på syv dager, jf. klareringsforskriften § 6 første punktum. Hvis ikke en «*bindende avtale om kjøp eller salg av verdipapirene*» hadde kommet i stand i løpet av syv dager, var anmoderen etter bestemmelsens annet punktum nødt til å anmode om en ny klarering.

Det ble presisert i klareringsforskriften § 7 at en klarering ikke fritok anmoderen fra å handle med innsideinformasjon, i strid med forbudet i verdipapirhandelloven av 1985 § 6 første ledd første punktum. Urettmessig klarering var straffbart etter klareringsforskriften § 9, med henvisning til verdipapirhandelloven av 1985 § 62 første ledd. Selskapene var pliktige til å i ti år oppbevare kopier av anmodninger om klarering, og svarene på slike anmodninger, jf. klareringsforskriften § 8.

⁵⁶ *ibid.*

⁵⁷ *ibid.*

⁵⁸ *ibid.*

⁵⁹ *ibid.*

⁶⁰ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 2.

1.3.3.1.2 Verdipapirhandeloven av 1997

I verdipapirhandeloven av 1997 ble undersøkelsesplikten videreført i lovens § 2-1 annet ledd. Det var ikke før i 2001 at undersøkelsesplikten ved endringslov⁶¹ ble utskilt til en egen bestemmelse i lovens § 2-3. Den 1. november 2005 ble bestemmelsen flyttet til lovens § 2-6, uten at det medførte noen materielle realitetsendringer av betydning.⁶²

Disposisjonene som ble rammet av undersøkelsesplikten, ble i verdipapirhandeloven av 1997 § 2-3 første ledd første punktum utvidet til å gjelde tegning og bytte, i tillegg til kjøp og salg som også var omfattet av verdipapirhandeloven av 1985 § 6 første ledd annet punktum. I tillegg ble også «tilskyndelse» til slike disposisjoner rammet av undersøkelsesplikten, jf. verdipapirhandeloven av 1997 § 2-3 første ledd første punktum.

Klareringsplikten i verdipapirhandeloven av 1985 § 6 første ledd tredje punktum ble ikke videreført i den nye verdipapirhandeloven av 1997 § 2-3. Av forarbeidene følger det at man hadde «kommet til at de særskilte reglene om klareringsplikt i praksis ikke har vist seg å funksjonere hensiktsmessig».⁶³ Fjerningen av klareringsplikten måtte «ses i sammenheng med ... skjerpet meldeplikt overfor børsen ... og særskilte rapporteringsrutiner».⁶⁴ Imidlertid hadde klareringsplikten klart å bli en del av mange selskapers interne rutiner mot innsidehandel. Det kan dermed stilles spørsmål om ikke klareringsplikten i dag nærmest har blitt bransjepraksis blant selskaper notert på regulerte markeder, noe oppgavens kapittel 5 vil belyse nærmere.

En nyhet i verdipapirhandeloven av 1997 § 2-3 første ledd første punktum var endringen av aktsomhetsvurderingen, i form av at den undersøkelse som primærinnsideren skulle foreta, var nødt til å være «forsvarlig». Det skal huskes at klareringsforskriften § 4 innførte forsvarlighetsvilkåret i undersøkelsesplikten. Den gjaldt imidlertid kun for klarereren, typisk administrerende direktør eller styreformann. Ved verdipapirhandeloven § 2-3 første ledd første punktum ble nå forsvarlighetsvilkåret innført for enhver primærinnsider, som ønsket å foreta en av de tidligere nevnte disposisjonene i utsteders finansielle instrument.

⁶¹ Lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel.

⁶² Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 43.

⁶³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 9.

⁶⁴ ibid.

Den siste nyheten kom i forbindelse med at undersøkelsesplikten skiftet klesdrakt, i og med overføringen fra verdipapirhandelloven av 1997 § 2-3 til den nye § 2-6.

Primærinnsiderbegrepet ble med det ytterligere presisert og utvidet. I tillegg til «*styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor*», ble nå også «*varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket*» pålagt undersøkelsesplikten, jf. bestemmelsens første ledd første og annet punktum. Det følger av forarbeidene at man ønsket, så langt det gikk, å «*unngå at lovteksten lar det bero på et skjønn om en person skal anses som primærinnsider eller ikke*».⁶⁵

Videre ble det også etter første ledd tredje punktum fastsatt at ledende ansatte og styremedlemmer «*i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon*», skulle bli underlagt undersøkelsesplikten.

Den 1. november 2007 trådte någjeldende verdipapirhandelloven av 2007 i kraft, og med den ble undersøkelsesplikten videreført i lovens § 3-6. Bestemmelsen behandles nærmere i oppgavens kapittel 4 og 5.

1.3.4 Rettspraksis og forvaltningspraksis

Det foreligger svært lite rettspraksis om undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6. Så vidt oss bekjent, finnes det kun én høyesterettsavgjørelse som virkelig tolker undersøkelsesplikten. I avgjørelsen ble det uttalt at straffansvar for brudd på undersøkelsesplikten «*ikke er betinget av at det faktisk foreligger innsideopplysninger*».⁶⁶ Avgjørelsen er imidlertid nokså gammel, og lovgivningen har endret seg betydelig, slik at den i dag har begrenset rettskildemessig vekt.

I mangel av rettslig praksis fra domstolene, vil praksis fra Oslo Børs og Finanstilsynet være av betydning.

⁶⁵ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 34.

⁶⁶ Rt. 1995 s. 1447 på s. 1452.

Børsen har over årene kommet med børsirkulærer⁶⁷ og vedtak om innsideregler, samt kommentarer⁶⁸ til verdipapirhandelloven. Slik praksis vil være med på å tolke innholdet av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd.

Et tiltak mot ulovlig innsidehandel, er Oslo Børs sitt elektroniske overvåkingsystem kalt SMARTS.⁶⁹ Dersom det avdekkes avvik, herunder unormal megleratferd og kursutvikling, vil en alarm gå av.⁷⁰ I tillegg til dette har børsen spesialiserte systemer som skal supplere SMARTS.⁷¹ Et slikt supplement er et innsideregister som overvåker meldeplikten til primærinnsidere.⁷²

Oslo Børs og Finanstilsynet har retningslinjer⁷³ for samarbeid. Dersom Oslo Børs mistenker brudd på verdipapirhandelloven, herunder vphl. § 3-6, rapporteres dette til Finanstilsynet.⁷⁴ Sistnevnte vil så ta stilling til hvorvidt en sak oversendt fra børsen skal politianmeldes.⁷⁵

Finanstilsynet har over årene jevnlig utgitt rundskriv, som tar for seg hvordan reglene i verdipapirhandelloven bør tolkes. Siste rundskriv⁷⁶ er fra 2011, som har blitt erstattet med en veiledning⁷⁷.

Selv om praksis fra Oslo Børs og Finanstilsynet neppe kan tillegges altfor mye selvstendig rettslig vekt, vil det ellers fragmenterte rettskildebildet løfte disse rettskildene ved tolkningen av vphl. § 3-6 første og annet ledd.

⁶⁷ Oslo Børs, Børssirkulærer.

⁶⁸ Oslo Børs, Vedtak & Sirkulærer 1998 nr. 6.

⁶⁹ Oslo Børs, Overvåkingssystemer.

⁷⁰ *ibid.*

⁷¹ *ibid.*

⁷² *ibid.*

⁷³ Retningslinjer for samarbeid mellom Oslo Børs ASA og Kredittilsynet 6. mai 2009.

⁷⁴ Oslo Børs, Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.

⁷⁵ *ibid.*

⁷⁶ Finanstilsynet (28/2011).

⁷⁷ Veiledning fra Finanstilsynet (2014).

1.3.5 Teori

Det finnes flere omfattende finansmarkedsrettslige fremstillinger. For undersøkelsesplikten utgjør imidlertid juridisk teori en beskjeden del av rettskildebildet. Reglene om innsidehandel og markedsmanipulasjon har, ikke helt overraskende, blitt viet en langt større plass i juridiske forfatters behandlinger av regelverket. Siden vphl. § 3-6 er en støtteregel, blir den imidlertid behandlet i nevnte fremstillinger, som dermed vil kunne bidra med veiledning for oppgaven. Kommentartutgaven⁷⁸ til någjeldende verdipapirhandelloven behandler vphl. § 3-6 i varierende omfang. I tillegg vil også kommentartutgavene^{79,80} til den opphevede verdipapirhandelloven av 1997 være av interesse for fremstillingen av undersøkelsesplikten i det følgende.

1.3.6 Regulerte markeders medlemsvilkår og regler

Det følger forutsetningsvis av børsloven § 22 tredje ledd første punktum at regulerte markeder skal ha «regler og forretningsvilkår». Slike opptaks- og medlemsreglene kan være hjelpelike med å gi en pekepinne på hvilken standard bransjen setter for utstederselskapene. For regler som dikterer vilkårene for finansielle instrumenters opptak på det regulerte markedet, fastsetter børsloven § 24 annet ledd første punktum at reglene skal tilrettelegge for en «redelig, velordnet og effektiv» handel. Bestemmelsen er nærmere behandlet i oppgavens underkapittel 4.4.

⁷⁸ Michaelsen (2008).

⁷⁹ Bechmann (2002).

⁸⁰ Bergo (2006).

1.4 Avgrensninger

Det er kun den verdipapirmarkedsrettslige siden av undersøkelsesplikten som skal behandles av oppgaven. Imidlertid følger det av rettens fragmentariske natur⁸¹, at en rettsregel må ses i sammenheng med andre rettsregler fra øvrige rettskilder. Regelen i vphl. § 3-6 kan således ha flere rettslige sider forgrenet i forskjellige rettsområder. Det må derfor avgrenses mot andre rettslige problemstillinger og konsekvenser, som overtredelser av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 kan gi opphav til. Det er imidlertid fremstillingsteknisk gunstig å kort belyse enkelte rettspluralistiske trekk ved vphl. § 3-6, for å vise hvilke hensyn som ligger bak bestemmelsen, og trekke opp oppgavens rammer.

Verdipapirhandelloven § 3-6 har en selskapsrettslig side, idet den etter første ledd gjelder for «*finansielle instrumenter som er utstedt av*» selskaper. Det må således avgrenses mot denne siden av bestemmelsen. For aksjer følger det uttrykkelig av børsforskriften § 4, at det kun er «*[a]ksjer utstedt av allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk selskap*» som kan noteres på regulerte markeder i Norge. Det er dermed på det rene at allmennaksjelovens regler er appliserbare. Loven vil kunne yte veiledning for å avklare de enkelte rammer for den personelle siden av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, jf. oppgavens underkapittel 4.2.

Allmennaksjelovens har regler som tar sikte på å beskytte aksjonærer og kreditorer mot misbruk fra primærinnsidere. Dersom en primærinnsider utviser «*grov uforstand*» under utførelsen av sitt arbeid, jf. asal. § 19-2 første ledd, kan vedkommende straffes med bøter eller fengsel i inntil ett år. Styremedlemmer, daglig leder, eller andre spesifikt utpekte ledende ansatte, «*må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning*», jf. asal. § 6-28 første ledd.

Primærinnsidere kan selv være aksjonærer, og brudd på undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, kan derfor medføre at han får en «*urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning*», jf. asal. § 6-28 første ledd. Som oppgavens kapittel 5 vil redegjøre for, kan overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, i likhet med overtredelse av asal. § 6-28 første ledd, inntreffe selv uten at primærinnsideren eier aksjene og dermed nyter en direkte fordel av overtredelsen.

⁸¹ Eckhoff (2001) s. 48.

Som følge av brudd på undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, kan også ovennevnte bestemmelse overtredes. Selskapet kan i slike tilfeller kreve det økonomiske tapet erstattet etter asal. § 17-1 første ledd, som hjemler et erstatningsansvar når primærinnsidere forårsaker skade de «*forsettlig eller uaktsomt har voldt*» i kraft av sin profesjon. Selskapet kan videre bli pålagt en vinningsavståelse etter vphl. § 17-2, som vil bli behandlet i oppgavens punkt 5.4.4.

Brudd på undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd kan medføre straff etter vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2. Både uaktsomhet og forsett rammes av skyldkravet. Det vil sprengte oppgavens rammer å utførlig behandle den strafferettslige siden av vphl. § 3-6. Enkelte aspekter omkring den strafferettslige siden av brudd på undersøkelsesplikten vil imidlertid bli behandlet i forbindelse med oppgavens kapittel 3. Særlig vil bevisbyrden for overtredelse av undersøkelsesplikten kunne belyse sentrale hensyn bak bestemmelsen. Videre vil de elementære virkningene av brudd på undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, omtales i oppgavens punkt 5.4.4.

Ved overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, kan også de alminnelige ulovfestede regler om erstatning komme til anvendelse. Oppgaven vil midlertid ikke behandle dette rettslige aspektet nærmere.

Til sist må det avgrenses mot den arbeidsrettslige siden av bestemmelsen. Primærinnsidere er som oftest ansatt i et utstederselskap, og arbeidsmiljølovens⁸² (heretter aml.) regler får således anvendelse, jf. aml. § 1-2 første ledd. Dette gjelder likevel ikke ubetinget. En nærmere redegjørelse for unntakene finner vi i oppgavens behandling av undersøkelsesplikten personelle virkeområde, jf. oppgavens underkapittel 4.2.

For primærinnsiderens del kan dermed overtredelse av undersøkelsesplikten få privatrettslige følger. Det kan gi selskapet tilstrekkelige grunner til å suspendere eller terminere primærinnsiderens ansettelse. I aml. § 15-7 første ledd utledes det antitetiskt at selskapet kan si opp primærinnsideren, dersom oppsigelsen er «*saklig begrunnet i virksomhetens, arbeidsgivers eller arbeidstakers forhold*».

⁸² Arbeidsmiljøloven.

Det følger forutsetningsvis av aml. § 15-14 første ledd at dersom primærinnsideren *«har gjort seg skyldig i grovt pliktbrudd eller annet vesentlig mislighold av arbeidsavtalen»*, vil utstederselskapet kunne avskjedige primærinnsideren.

Brudd på selskapets innsidehandelsreglement eller overtredelse av den lovbestemte undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, er et kvalifisert pliktbrudd, og ofte et brudd på arbeidsavtalen, enten eksplisitt eller etter avtalens formål. I slike tilfeller vil selskapet ha tilstrekkelig grunnlag til å avskjedige primærinnsideren. Loven åpner også for at primærinnsideren kan suspenderes fra sin stilling, *«[d]ersom det er grunn til å anta at en arbeidstaker har gjort seg skyldig i forhold som kan medføre avskjed etter § 15-14»*, jf. § 15-13 første ledd. Suspensjon kan kun skje dersom *«virksomhetens behov tilsier det»*.

Det at en primærinnsider som regel er i en ledende posisjon, vil ofte kunne medføre at vedkommende har mulighet til å potensielt forårsake skade for selskapet eller prøve å destruere bevis for overtredelsen. Det er derfor meget hensiktsmessig for selskapet å ha muligheten til å suspendere en ansatt som mistenkes for overtredelse av undersøkelsesplikten. Oppgaven vil ikke behandle ytterligere arbeidsrettslige problemstillinger knyttet til overtredelse av undersøkelsesplikten.

1.5 Oppgavens oppbygging

Oppgaven er strukturert med syv hovedkapitler, med tilhørende underkapitler. Kapittel ledd under dette vil heretter bli omtalt som punkter.

Kapittel 2 vil for det første introdusere begrepet "innsidehandel", som er sentral for forståelsen av verdipapirreguleringens oppbygging, herunder undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd.

Deretter vil det i kapittel 3 redegjøres for de forskjellige hensyn og behov, som begrunner den nevnte regulering. En slik redegjørelse er nødvendig for å kunne danne seg et bilde av det potensielle skadeomfanget av innsidehandel, og hvilke interesser regelverket således skal beskytte.

Oppgaven vil så ta for seg undersøkelsespliktens virkeområde i kapittel 4, for å klargjøre vphl. § 3-6 første og annet ledds personelle, stedlige og saklige grenser.

En generell fremstilling av gjeldende verdipapirmarkedets rett vil så følge av oppgavens hoveddel i kapittel 5, før fokuset rettes mot den materielle siden av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, som utgjør kjernen av oppgaven.

En komparativ analyse vil etter dette foretas i kapittel 6, for å klargjøre hvorvidt undersøkelsesplikten har en rettslig ekvivalent i utlandet.

Avslutningsvis vil det knyttes enkelte sluttkommentarer til ovennevnte redegjørelse i kapittel 7, i form av en oppsummering og konklusjon. Her vil drøftelsen forlate det rettsdogmatiske til fordel for et mer rettspolitisk aspekt.

2 Innsidehandel

2.1 Introduksjon

Det er en omfattende regulering som preger den finansielle sektoren i Norge og i andre land med et velfungerende marked for finansielle instrumenter.⁸³ Reguleringen *«gjenspeiler for det første det finansielle systems betydning for samfunnet, og for det andre at det er spesielle forhold og risikofaktorer knyttet til finansiell sektor som begrunner særlige reguleringsmessige tiltak»*.⁸⁴

Som nevnt er undersøkelsesplikten en del av en samlet gruppe tiltak for å forebygge ulovlig innsidehandel. Egne regler håndterer de strafferettslige sanksjonene dersom ulovlig innsidehandel blir bevist.

For å kunne forstå den legislative begrunnelse og de øvrige hensyn for undersøkelsesplikten, vil oppgaven først adressere lovbruddet reglene har som hensikt å forhindre, nemlig "ulovlig innsidehandel".

⁸³ Myklebust (2011) s. 22.

⁸⁴ *ibid.*

2.2 Begrepet innsidehandel

Innsidehandel er et begrep som i realiteten består av to vidt forskjellige handlinger, der den ene er fullt lovlig, mens den andre formen er strengt forbudt. Begrepet blir dermed isolert sett misvisende dersom en ikke forteller hvilken handling en taler om, herunder lovlig innsidehandel eller ulovlig innsidehandel. Imidlertid har tradisjon og bransjekutyme nærmest identifisert den ulovlige varianten, "ulovlig innsidehandel", med det nøytrale ordet "innsidehandel". En slik oppfatning av begrepet har nok også de fleste ikke-jurister. Av den grunn vil oppgaven bruke begrepene "innsidehandel" og "ulovlig innsidehandel" om hverandre.

Den lovlige varianten, såkalt "lovlig innsidehandel" retter seg kun mot primærinnsidere.⁸⁵ Dette er ikke et rettslig begrep, men heller en benevnelse på dagligtale. En grundig definisjon av de ulike typer primærinnsidere vil bli behandlet under det personelle virkeområde i underkapittel 4.2.

Lovlig innsidehandel er en type handel foretatt av en primærinnsider. Det kan bestå i alt fra kjøp og salg, til bytte eller tegning av finansielle instrumenter. Det som skiller denne type handel fra all øvrig handel på markedet, er at de finansielle instrumentene må være utstedt av vedkommendes eget foretak, eller av et annet selskap i samme konsern.⁸⁶

Det kan med rette diskuteres hvorvidt begrepet lovlig innsidehandel bør bestå. I og med at handlingen utelukkende retter seg mot primærinnsidere, vil muligens "primærinnsidehandel" være mer treffende. På denne måten kommer det klart frem hva slags form for innsidehandel det er tale om. I avventning av en slik avklaring, vil denne oppgaven nøye seg med å bruke betegnelsen lovlig innsidehandel om den lovlige varianten.

Ulovlig innsidehandel består i å handle finansielle instrumenter basert på innsideinformasjon jf. vphl. § 3-2 første ledd jf. § 3-3 første ledd. Ved brudd på taushetsplikt eller utilbørlig informasjonshåndtering etter vphl. § 3-4, og brudd på rådgivningsforbudet etter vphl. § 3-7, vil risikoen kunne øke for at slik ulovlig handel finner sted.

⁸⁵ Oslo Børs, Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.

⁸⁶ *ibid.*

Forbudet mot innsidehandel er et spesifikt forbud. Det retter seg kun mot den som «*har innsideinformasjon*», jf. vphl. § 3-3 første ledd, herunder primærinnsidere eller andre ansatte, rådgivere eller øvrige personer som handler på verdipapirmarkedet.⁸⁷

Verdipapirhandelloven § 3-1 lister opp anvendelsesområdet til innsidehandel. Slik det følger av bestemmelsens samtlige ledd, må det finansielle instrumentet på en eller annen måte ha tilknytning til et verdipapirmarked, jf. vphl. § 2-3 tredje og fjerde ledd. Har det finansielle instrumentet ingen slik tilknytning, vil innsidehandel ikke kunne foreligge.

Verdipapirhandelloven § 3-1 gjelder uavhengig om foretaket som utsteder det finansielle instrumentet er norsk eller utenlandsk.

En grunnleggende forutsetning for at innsidehandel skal kunne foreligge er at innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 er tilstede.

2.3 Ulovlig innsidehandel i et komparativt perspektiv

De aller fleste vestlige nasjoner har i dag regler som håndterer ulovlig innsidehandel.⁸⁸

Gjennomgående er reglene begrunnet i samme eller lignende hensyn. Som følge av EØS-avtalen, har Norge langt på vei valgt å transformere direktiver og forordninger vedtatt av EU til å bli gjeldende norsk rett. Norge hadde imidlertid regler mot innsidehandel før avtalen ble inngått.

Det følger av fortalen til MAD, at for å sikre en «*økonomisk vekst og skaping av arbeidsplasser i Fellesskapet*», er «*[e]t virkelig felles marked for finansielle tjenester ... av vesentlig betydning*».⁸⁹⁹⁰

For at et slikt integrert finansmarked skal kunne fungere effektivt, må det foreligge markedstroverdighet.⁹¹

⁸⁷ *ibid.*

⁸⁸ Bergo (2014) s. 275.

⁸⁹ Rådsdirektiv 2003/6/EF fortale avsn. 1.

⁹⁰ *ibid.*

⁹¹ Rådsdirektiv 2003/6/EF fortale avsn. 2.

Bakt inn i troverdigheten er tilliten det offentlige har til verdipapirmarkeder og at disse markedene i seg selv fungerer på en «*tilfredsstillende måte*».⁹²⁹³

Markedstroverdigheten er en bærebjelke for økonomisk velstand og vekst.⁹⁴ Markedsmisbruk hemmer dette, ved å skade både tilliten det offentlige har til finansielle instrumenter, og finansmarkedenes egen troverdighet.⁹⁵

3 Legislative hensyn

3.1 Generelle hensyn bak reglene om innsidehandel

3.1.1 De skadelige følger av ulovlig innsidehandel

En følge av verdipapirkriminalitet er et mindre velfungerende verdipapirmarked. Som oppgaven vil vise nedenfor, er tillit til systemet der transaksjonene finner sted, avgjørende for et velfungerende verdipapirmarked.⁹⁶

Ved mangel eller redusert tillit til at lovreguleringen ivaretar markedets behov for sikkerhet, vil investorer i større grad kvie seg for å foreta handel.⁹⁷ Begrunnelsen er at risikoen ved investeringen eller salget vil øke, noe som vil kunne virke bremsende på markedets aktivitet.⁹⁸ Som en konsekvens vil markedsdeltagelsen kunne bli lavere for verdipapirmarkedet.⁹⁹ I tillegg vil det kunne bli høyere spread, som utgjør forskjellen mellom en aksjes kjøperkurs og selgerkurs, og dårligere likviditet.¹⁰⁰

⁹² *ibid.*

⁹³ *ibid.*

⁹⁴ *ibid.*

⁹⁵ *ibid.*

⁹⁶ NOU 1996:2 s. 24.

⁹⁷ Svedberg (2007) s. 123.

⁹⁸ *ibid.*

⁹⁹ Oslo Børs, Børssirkulær 15/1999.

¹⁰⁰ *ibid.*

Ovennevnte vil også kunne føre til at investorene får en mindre avkastning.¹⁰¹ Avslutningsvis vil næringslivet kunne bli rammet, ved at de får høyere kapitalkostnader, sammenlignet med konkurrenter i utlandet.¹⁰²

En studie fra 2002 viser at egenkapitalkostnaden reduseres med mellom 0.3 og 6 prosent, avhengig av hvilken metode man benytter, i land der man aktivt håndhever innsidehandelsregler.¹⁰³ Fra dette kan en utlede at dersom reglene ikke kun er symbolske, men brukes ved aktiv forfølgelse av ulovlig innsidehandel gir det en uttelling til fordel for markedet. En støtteregel som vphl. § 3-6 kan bidra til å gjøre håndheving av forbudsreglene i verdipapirhandelloven enklere.

Grovt sett blir verdipapirkriminalitet utført av to type aktører, der den første type er de aktørene som mottar innsideinformasjon ved en tilfeldighet.¹⁰⁴ Den andre gruppen gjelder de aktørene som aktivt etterstreber markedsmisbruk.¹⁰⁵ Det er i den sistnevnte gruppe at man gjennomgående finner svært profesjonelle aktører.¹⁰⁶ Ikke bare har disse aktørene omfattende kunnskap om verdipapirmarkedet, de er i tillegg dyktige på å skjule sine forbryterske spor.¹⁰⁷ Rettspraksis underbygger dette. I Rt. 2006 s. 1049 avsnitt 19 ble det lagt til grunn «*at det normalt vil dreie seg om veloverveide handlinger, begått av en aktør med innsikt, som handler rasjonelt i den hensikt å skaffe seg en uberettiget gevinst, eventuelt ved å unngå et tap som han ellers ville ha risikert å bli påført*».

Nye måter å begå, samt skjule verdipapirkriminalitet, herunder bruken av alternative handelsarenaer, eksempelvis "Multilateral Trading Facilities" eller "Dark Pools", kan gjøre det attraktivt å begå lovbrudd.¹⁰⁸

¹⁰¹ *ibid.*

¹⁰² *ibid.*

¹⁰³ Bhattacharya (2002) s. 79.

¹⁰⁴ Trendrapport Økokrim, 2013-2014 s. 26.

¹⁰⁵ *ibid.*

¹⁰⁶ *ibid.*

¹⁰⁷ *ibid.*

¹⁰⁸ *ibid.*

Med den nødvendige kompetanse og informasjon er verdipapirkriminalitet spesielt utsatt for profesjonelle aktører.¹⁰⁹ For utenforstående vil det ofte være svært vanskelig å skille mellom en lovlig og ulovlig handel.¹¹⁰ Den vil fremstå som mer eller mindre som identisk.¹¹¹

Dette skyldes måten profesjonelle aktører skjuler de forbryterske spor.¹¹² I mangel av vitner, etterlatte fornærmede «*eller objektivt registrerbare spor*», er oppdagelsesrisikoen for ulovlige handlinger knyttet til verdipapirkriminalitet meget lav.¹¹³¹¹⁴

I en høyesterettskjennelse ble en mann dømt til ubetinget fengsel, for å ha misbrukt innsideopplysninger gjennom handel av aksjer. Det ble uttalt at «*oppdagelsesrisikoen ved innsidehandel er langt mindre enn ved mer tradisjonell vinningskriminalitet fordi misbruk av innsideinformasjon normalt etterlater få objektivt observerbare spor*».¹¹⁵ Førstvoterende antok videre i nevnte avsnitt at det er «*vanskelig å tenke seg tiltak som vil kunne øke oppdagelsesrisikoen vesentlig*».¹¹⁶ At oppdagelsesrisikoen er svært lav, kombinert med stort inntjeningspotensial fører til at enkelte aktører benytter sjansen til å begå ulovlige handler, om muligheten byr seg.¹¹⁷

Ifølge Økokrim er det dermed «*store mørketall for kriminalitet ... i og med at det er vanskelig både å avdekke og bevise lovbruddet*».¹¹⁸

På den andre siden så kan en stille spørsmål ved om fokuset på ulovlig innsidehandel bidrar til å skape en illusjon av et større problem enn det som i realiteten eksisterer.¹¹⁹ Spesielt i norske regulerte markeder, hvor overvåknings- og kontrollsystemer må sies å være ganske så effektive, kan en sette spørsmål ved om utbredelsen av ulovlig innsidehandel er et så stort problem.¹²⁰

¹⁰⁹ *ibid.*

¹¹⁰ *ibid.*

¹¹¹ *ibid.*

¹¹² *ibid.*

¹¹³ *ibid.*

¹¹⁴ *ibid.*

¹¹⁵ Rt. 2007 s. 275 avsn. 10.

¹¹⁶ *ibid.*

¹¹⁷ Trendrapport Økokrim, 2013-2014 s. 16.

¹¹⁸ *ibid.*

¹¹⁹ Bergo (2014) s. 275.

¹²⁰ *ibid.*

Med tanke på at ulovlig innsidehandel kan straffes med flere års fengsel, selv for ganske liten vinning, vil risikoavveiningen for å bli tatt, trolig begrense antall aktører som er villige til å utfordre systemet.¹²¹ Dette understøttes til en viss grad av rettspraksis, der de som har blitt domfelt, som Bergo uttrykker det, «ikke helt forstår hva de har bedrevet».¹²²¹²³

3.1.2 Tillitt til systemet

«Velfungerende verdipapir- og finansmarkeder har en sentral funksjon for samfunnsøkonomien. De bidrar til at kapital hentes inn til bedrifter og til det offentlige, at arbeidsplasser etableres, og at verdier skapes. Sammenbrudd i dette markedet vil kunne innebære alvorlige trusler mot velferd og stabilitet i samfunnet.»¹²⁴

Dagens samfunn er gjennomsyret av ulike former for transaksjoner av verdier. En grunnleggende forutsetning for at slike transaksjoner finner sted, er tillit blant de involverte partene. Dersom en part ikke har tillit til den annen part, vil dette trolig ha en innvirkning på handel dem imellom. Denne tilliten strekker seg dog lengre. I tillegg til tillit til den annen part, må aktørene ha tillit til systemet der transaksjoner finner sted. Slike systemer varierer ut ifra hva slags transaksjon det er tale om.

Som en følge av det ovennevnte, har lovgiver gitt en rekke lover og reguleringer som har til formål å fremme handel. Kjøpsloven¹²⁵ (heretter kjl.), forbrukerkjøpsloven¹²⁶, håndverkertjenesteloven¹²⁷ o.l. har alle til felles at de inneholder bestemmelser som skal regulere hvordan transaksjoner gjennomføres på en ønskelig måte.

¹²¹ *ibid.*

¹²² *ibid.*

¹²³ *ibid.*

¹²⁴ Trendrapport Økokrim, 2013-2014 s. 26.

¹²⁵ Kjøpsloven.

¹²⁶ Forbrukerkjøpsloven.

¹²⁷ Håndverkertjenesteloven.

Tilsvarende vil gjelde ved handel av finansielle instrumenter. Å utstede egenkapital og kreditt, er den samfunnsøkonomiske hovedoppgaven til verdipapirmarkedet.¹²⁸ Dette fører til at kapitalen plasseres dit den gir mest avkastning og samtidig bidrar markedet til kapitaloppbyggingen i samfunnet.¹²⁹ Resultatet av et velfungerende marked, er en økt effektivitet i fordelingen av samfunnets ressurser.¹³⁰ Ressursene anvendes med andre ord, der de resulterer i mest nytte.¹³¹ Her er tillit til verdipapirmarkedet avgjørende.¹³²

Av formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-1 følger det at «*[l]ovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter.*»

Ordlyden «*sikker*» tar først og fremst sikte på oppgjørsfunksjonen i verdipapirmarkedene.¹³³ Dersom det foreligger usikkerhet ved oppjøret, vil det kunne utgjøre en kostnad for verdipapiraktørene.¹³⁴ Dette igjen vil kunne bidra til å redusere effektiviteten i markedene.¹³⁵ Når prisene i et marked stemmer overens med den «*underliggende realøkonomiske verdi av det enkelte verdipapir*», oppfylles formålet om effektivitet i verdipapirmarkedet, jf. ordlyden «*effektiv*» i vphl. § 1-1.¹³⁶ Hvordan selve markedsplassen opererer, herunder hvorvidt handelen er «*ordnet*», vil kunne påvirke hvor korrekte prisene i markedet er.¹³⁷

Det kan med det utledes at det overordnede formålet til verdipapirhandelloven, langt på vei er å påse at verdipapirmarkedet er velfungerende og tillitsfullt.¹³⁸

¹²⁸ Svedberg (2007) s. 121.

¹²⁹ NOU 1996:2 s. 24.

¹³⁰ Eide (1999) s. 6.

¹³¹ *ibid.*

¹³² NOU 1996:2 s. 24.

¹³³ NOU 1996:2 s. 20.

¹³⁴ Svedberg (2007) s. 121.

¹³⁵ NOU 1996:2 s. 20.

¹³⁶ Svedberg (2007) s. 121.

¹³⁷ *ibid.*

¹³⁸ *ibid.*

Tillit til det finansielle system fremkommer uttrykkelig av formålsbestemmelsen i børsloven § 1, der ett av lovens formål er at markedet for finansielle instrumenter skal være «tillitvekkende». Et bakenforliggende formål for den rett som regulerer verdipapirhandel er at markedet, og dets aktører, er beskyttet mot innsidehandel.¹³⁹

Ovennevnte trekkes også frem av rettspraksis¹⁴⁰, forarbeider¹⁴¹ og juridisk teori.¹⁴²

At tilliten til finanssystemet er intakt, bidrar til å sikre kapitaltilførsel for selskaper som opererer på finansmarkedet. I Rt. 2006 s. 1049 ble en finansdirektør som hadde kjøpt aksjer i forbindelse med at han hadde innsideinformasjon i det selskapet han kjøpte aksjer i, dømt for overtredelse av dagjeldende verdipapirhandelloven av 1997 § 14-3 første ledd, som i stor grad tilsvarende någjeldende vphl. § 17-3. I avsnitt 16 tok førstvoterende ved vurderingen av straffeutmålingen utgangspunkt i formålsbestemmelsen i verdipapirhandelloven av 1997 § 1-1, som er videreført i någjeldende vphl. § 1-1. Førstvoterende uttalte at «[b]akgrunnen for forbudet mot innsidehandel er at en sikker, ordnet og effektiv handel på dette området er en nødvendig forutsetning for at aktørene skal ha tillit til et verdipapirmarked. Både den mulighet for innsidehandel som er til stede, og det faktum at slik handel foregår, bidrar til å svekke denne tilliten og dermed til at verdipapirmarkedet fungerer dårligere. Dette vil igjen kunne svekke dette markedet som finansieringskilde for næringslivet.»

At tillitt er et vektlagt hensyn bak verdipapirhandelloven fremkommer også av Rt. 2009 s. 22. Saken gjaldt en fondsforvalter, som ble dømt for kursmanipulering og brudd på god forretningsskikk. Førstvoterende uttalte at fondsforvalterens handlinger hadde «slik sett et element av tillitsbrudd ved seg - brudd på den tillit investorene i fondet har hatt til han som leder, og brudd på den alminnelige tillit han som aktør i verdipapirmarkedet nyter i forhold til de som deltar i dette.»¹⁴³ Det ble videre konkludert at «[e]ndelig er det et brudd på tilliten til hans oppdragsgiver, ... som ved hans handlinger løp en klar risiko for tillitstap i markedet».¹⁴⁴

¹³⁹ Schaumburg-Müller (2002) s. 133.

¹⁴⁰ Rt. 2006 s. 1049 avsn. 16, 21 og 31 og Rt. 2009 s. 22 avsn. 40.

¹⁴¹ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 11.

¹⁴² Bergo (2014) s. 275, Myklebust (2011) s. 45 og Bechmann (2002) s. 26.

¹⁴³ Rt. 2009 s. 22 avsn. 40.

¹⁴⁴ *ibid.*

Det følger blant annet i forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 at «[e]n avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at de har tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte.»¹⁴⁵ At det er enstemmighet blant rettskildene taler sterkt for viktigheten av tillit. Den samme forutsetning må kunne sies å ha blitt videreført i verdipapirhandelloven av 2007.

3.1.3 Rettferdighet

Det at noen sitter på informasjon som ikke er tilgjengelig for andre, og bruker den til å oppnå en gevinst andre ikke vil oppnå uten denne informasjonen, «*strider nok mot de flestes rettferdighetsfølelse*».¹⁴⁶

Lovgiverens hensikt bak verdipapirhandelloven, bygger til en viss grad på rettferdighetsoverveielser.¹⁴⁷ Hos den vanlige borger vil nok slike betrakninger om rettferdighet, være viktig for den enkeltes rettsfølelse.¹⁴⁸

Av tidligere forarbeider fremgår det at begrepet «*ordnet*» i vphl. § 1-1, også skal dekke «*det kravet at handelen i verdipapirmarkedet skal tilfredsstillende alminnelige rettferdighetsnormer*».¹⁴⁹

Reguleringen av innsidehandel er formet for å motvirke urettmessige fordeler for en markedsaktør, som vil være til skade for medkontrahenter, eller de øvrige aktørene på markedet.¹⁵⁰ De «*fastsetter spilleregler for de aktører som deltar i markedet, og skal bidra til at handel med verdipapir skjer på like vilkår og på en rettferdig måte*».¹⁵¹ De samme forarbeidene illustrerer at det ikke skal «*være mulig for en aktør å drive en systematisk tapping av verdier fra andre aktører i markedet ... gjennom innsidehandel*».¹⁵²

¹⁴⁵ NOU 1996:2 s. 24.

¹⁴⁶ Bergo (2014) s. 275.

¹⁴⁷ Bechmann (2002) s. 75.

¹⁴⁸ Svedberg (2007) s. 125.

¹⁴⁹ NOU 1996:2 s. 20.

¹⁵⁰ Svedberg (2007) s. 125.

¹⁵¹ Rt. 2011 s. 199 avsn. 32.

¹⁵² NOU 1996:2 s. 20.

I norsk rett har det vært en lang tradisjon for at rettferdighetsbetraktninger vil kunne spille en viktig rolle, som reelle hensyn, i den rettslige vurderingen.¹⁵³ Ved vurderingen av hvorvidt ulovlig innsidehandel foreligger, vil det være rom for en skjønnspreget vurdering.¹⁵⁴

Dette skyldes at vurderingen av om innsideinformasjon foreligger, og hvorvidt reglene som skal regulere håndteringen av slik informasjon er overtrådt, ofte kan innby til tvil.¹⁵⁵

Dersom tungtveiende rettskilder peker i hver sin retning, eller det er tynt med rettskildegrunnlag, kan rettferdighetsbetraktninger få utslagsgivende betydning.¹⁵⁶

3.1.4 Forutsigbarhet

Det vil alltid foreligge en viss risiko ved å handle finansielle instrumenter på et regulert marked. Kursen er naturlig volatil, den vil over tid trolig svinge enten opp eller ned. Dette vil igjen føre til at noen aktører sitter igjen med en gevinst, mens andre vil lide et tap. Markedet er ikke ment å helgardere mot uflaks, men det skal heller ikke tillate fullstendig vilkårlighet. Hensynet til forutsigbarhet retter seg, i denne sammenheng, mot riktigst mulig prising av finansielle instrumenter, da dette vil være en sentral forutsetning for å få til et velfungerende marked.¹⁵⁷

I 1970 publiserte professor Eugene Fama den kjente "Efficient Capital Markets"¹⁵⁸ hypotesen (heretter EMH).¹⁵⁹ Hypotesen om markedseffisiens er den dag i dag kontroversiell, med både holdepunkter for og imot seg.¹⁶⁰ Ifølge EMH «vil prisen på en aksje i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon, og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon».¹⁶¹

¹⁵³ Eckhoff (2001) s. 383 og Svedberg (2007) s. 125.

¹⁵⁴ Svedberg (2007) s. 125.

¹⁵⁵ *ibid.*

¹⁵⁶ *ibid.*

¹⁵⁷ Svedberg (2007) s. 121.

¹⁵⁸ Fama (1970).

¹⁵⁹ Jones, Efficient Capital Markets.

¹⁶⁰ Investopedia.

¹⁶¹ NOU 1996:2 s. 25.

Dette i sin tur betyr, ifølge EMH, at i et optimalt aksjemarked som er fullt ut effisient, vil det at aksjens tilbud øker, ikke endre dens kurs, «*med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet*». ¹⁶² I virkeligheten vil dette imidlertid ikke være lett oppnåelig. Til enhver tid vil aktører på aksjemarkedet sitte på noe forskjellig informasjon om selskaper, eller tolke den samme informasjonen noe ulikt. ¹⁶³

Dette igjen vil også kunne føre til at aktørene vil vurdere risikoen ved aksjen annerledes, som igjen vil føre til noe forskjellig «*betalingsvillighet eller reservasjonspris for aksjen*». ¹⁶⁴

Oppsummert vil tilgangen på mest mulig lik kursrelevant informasjon, til enhver tid, være avgjørende for korrekt prisfastsettelse i verdipapirmarkedet. ¹⁶⁵ Denne forventingen om en aksjes fremtidige verdi, er da igjen et viktig aspekt for å skape forutsigbarhet i markedet.

3.2 De særlige reglene for primærinnsidere

3.2.1 Introduksjon

Det er nærliggende å tenke at et generelt forbud for primærinnsideren, mot å handle finansielle instrumenter utstedet av vedkommendes selskap, vil være den enkleste løsningen for påtalemyndigheten. Med et slikt forbud ville mange bevismessige vansker forsvinne, idet påtalemyndigheten kun ville trenge å bevise hvorvidt primærinnsideren har handlet eller ikke. En slik objektiv regel ville ikke nødvendiggjøre en vurdering av om primærinnsideren var i besittelse av informasjon eller ikke.

En tidsbegrenset variant av et slikt forbud ble innført i verdipapirhandelloven av 1985 § 6 b) første ledd første punktum, som oppstilte et forbud mot handel i visse perioder, jf. oppgavens fremstillingen av undersøkelsesplikten forhistorie. Et slikt forbud vil bli innført i EU-retten med ikrafttreddelsen av MAR, jf. forordningens art. 19 (11).

¹⁶² *ibid.*

¹⁶³ *ibid.*

¹⁶⁴ *ibid.*

¹⁶⁵ Svedberg (2007) s. 122.

Av nevnte bestemmelse følger det at det for primærinnsidere i utstederforetak, innføres en såkalt "rød periode". Perioden vil inntre 30 dager før selskapet etter lov, eller medlemsreglene på det regulerte markedet der selskapet har ett notert instrument, plikter å offentliggjøre regnskapsrapporter og årsoppgjør, jf. MAR art. 19 (11) bokstav b og a. I det nevnte tidsrom vil primærinnsideren være forhindret fra å handle, for egen eller fremmed regning, i selskapets finansielle instrumenter. Hvilke konsekvenser det vil få for norsk lovgivning er det for tidlig å si noe om. Som tidligere nevnt, vil MAR være relevant for det indre marked, og det er således nærliggende å tro at MARs regler vil bli transformert til norsk rett ved forskrifts form, jf. EØS-loven artikkel. 7 første ledd bokstav a og 102 nr.1.

Det er imidlertid flere gode grunner til at primærinnsidere skal ha muligheter til å eie aksjer i selskapet.

For det første vil det kunne være et viktig signal til markedet.¹⁶⁶ Om en primærinnsider selger sine aksjer fra vedkommende sitt selskap, kan dette føre til at markedet blir skeptisk til det gitte selskapet.¹⁶⁷ Tilsvarende vil det kunne utgjøre et positivt signal til markedet, om en primærinnsider velger å kjøpe aksjer i nevnte selskap.¹⁶⁸ En primærinnsider, i kraft av sin status, vil med det kunne være en veileder for resten av markedet.

For det andre må det være akseptabelt at to primærinnsidere, for eksempel to styremedlemmer som sitter på samme informasjon, kjøper og selger aksjer til hverandre. Når begge sitter på innsideinformasjon, foreligger det ikke en uforholdsmessig forrykkelse av tilliten til disse aktørene.

For det tredje er det ikke uvanlig at næringslivstopper i tillegg til lønn får opsjoner som insentiver. Slike insentiver kan potensielt hjelpe selskaper med begrenset likviditet å konkurrere med andre selskaper om å finne de beste lederne. Insentivene kan også bidra til at ledende ansatte presterer på et høyt nivå, vel vitende om at det er i deres direkte økonomiske interesse at selskapet er fremgangsrikt. At slik «*normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp*» er lovlig, fremkommer utrykkelig av misbruksreservasjonen i vphl. § 3-3 annet ledd annet punktum.

¹⁶⁶ Oslo Børs, Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.

¹⁶⁷ *ibid.*

¹⁶⁸ *ibid.*

Hvorvidt slik "Pay for Performance" faktisk har en korrelasjon med selskapets fremgang, ligger utenfor denne oppgavens rammer å behandle.

I tillegg til undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, er primærinnsidere sammen med andre som sitter på innsideinformasjon, pålagt av verdipapirhandelloven en rekke andre plikter og forbud. Blant annet er primærinnsidere pålagt en meldeplikt, en taushetsplikt, et rådgivningsforbud, forbud mot misbruk av innsideinformasjon og en rapporteringsplikt. Med unntak av meldeplikten, som vil bli behandlet nedenfor, vil de øvrige reglene bli drøftet i forbindelse med fremstillingen av undersøkelsesplikten i oppgavens kapittel 5.

Felles for disse pliktene og forbudene er selve håndteringen av innsideinformasjon. Både forsettelige og uaktsomme overtredelser av disse pliktene og forbudene kan inntreffe. Det må stilles krav til hvordan primærinnsidere agerer, når primærinnsidere ofte sitter med *«et helt annet og og bredere bilde enn hva alle andre har»*.¹⁶⁹

Vphl. § 3-6 er plassert i verdipapirhandellovens kapittel 3 titulert *«Generelle adferdsbestemmelser»*. Kapittelet har *«flere ... bestemmelser som tar sikte på å hindre og forebygge markedsskadelig atferd»*, og må således ses i sammenheng med formålsbestemmelsen i vphl. § 1-1.¹⁷⁰ At handel på aksjemarkedet er *«sikker, ordnet og effektiv»* innebærer som nevnt at aktørene på markedet ikke frykter innsidehandel i i den utstrekning at de unngår å plassere kapital der.

Når disse hensynene blir oppfylt, sikres tilliten hos aktørene som opererer på det norske verdipapirmarkedet, uansett om aktøren er en forbruker, profesjonell investor, verdipapirforetak eller utsteder osv.¹⁷¹ Det er en velkjent truisme at med stor makt følger stort ansvar.¹⁷²

At primærinnsidere er i besittelse av kunnskap andre ikke har, medfører at de er posisjonert i en rolle der både makt og ansvar er underliggende faktorer. Det er derfor ikke særlig kontroversielt at primærinnsidere er underlagt strengere regler i finansmarkedsretten, enn andre utenforstående aktører.

¹⁶⁹ Bergo (2014) s. 276.

¹⁷⁰ Myklebust (2011) s. 347.

¹⁷¹ Bechmann (2002) s. 26.

¹⁷² Voltaire (1832) Œuvres de Voltaire Volume 48.

3.2.2 Meldeplikten

Oslo Børs har uttalt for sine medlemmer at primærinnsidere ofte har *«større kunnskap om selskapets løpende virksomhet og er derfor i mange tilfeller bedre egnet til å vurdere i hvilken retning aksjekursen vil bevege seg»*.¹⁷³

En av de mest sentrale pliktene primærinnsidere er pålagt etter verdipapirhandelloven, er meldeplikten etter vphl. § 4-2. Meldeplikten er en viktig regel, som har som formål *«å effektivisere håndhevelsen av innsidehandelforbudet, samt å bedre informasjonsnivået for aktørene i markedet»*.¹⁷⁴ Bestemmelsen viser i første ledd til vphl. § 3-6, og det er således de samme utvalgte *«[p]ersoner»*, herunder primærinnsidere, som er pålagt meldeplikten, jf. vphl. § 4-2 første ledd første punktum.

Av vphl. § 4-2 første ledd følger det at primærinnsidere er pålagt å melde ifra dersom de handler aksjer eller egenkapitalbevis i det egne *«selskapet eller av selskaper i samme konsern»*, jf. vphl. § 4-2 første ledd første punktum og fjerde ledd. Videre gjelder meldeplikten finansielle instrument avledet av aksjer, som *«tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer»*, jf. vphl. § 4-2 annet ledd.

Meldeplikten aktiveres også i de tilfeller primærinnsideren handler for nærstående navn og regning, jf. vphl. § 4-2 tredje ledd. Meldingen må være sendt til Finanstilsynet eller den av Finanstilsynet utpekte adressat, *«senest innen åpningen av regulert marked dagen etter»* at handelen ble foretatt, jf. vphl. § 4-2 første ledd fjerde og femte punktum. Meldeplikten må ses i sammenheng med undersøkelsesplikten. Idet meldeplikten skal *«sikre en effektiv og rask informasjonsflyt til markedet»*¹⁷⁵, vil den også kunne gi Finanstilsynet et grunnlag for å vurdere hvorvidt primærinnsideren sitter med innsideinformasjon, og i den utstrekning hvorvidt undersøkelsesplikten er overholdt.

¹⁷³ Oslo Børs, Innsidehandel / meldeplikt for primærinnsidere.

¹⁷⁴ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 47.

¹⁷⁵ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 49.

3.2.3 Verdipapirhandelloven § 3-6 øvrige regler

3.2.3.1 Introduksjon

Vphl. § 3-6 tredje til sjette ledd trådte i kraft den 1. juli 2012. Før lovendringen var de nevnte ledd delvis underlagt vphl. § 4-1 og vphl. § 4-3. Det ble imidlertid besluttet at meldeplikten ikke skulle strekke seg lengere enn det som var *«strengt nødvendig for å tilpasse bestemmelsen til kommisjonsdirektivet»*.¹⁷⁶ Dermed ble det besluttet at fjerde og femte ledd av vphl. § 4-1, som var særnorske, skulle innlemmes som henholdsvis tredje og fjerde ledd i vphl. § 3-6.¹⁷⁷ Bakgrunnen for at leddene ble flyttet var den at *«[i]nnsending av lister etter vphl. § 4-1 fjerde og femte ledd bidrar etter det departementet forstår vesentlig til at Oslo Børs får tilstrekkelig oppdatert og oversiktlig informasjon over primærinnsidere mv., og er således et nyttig hjelpemiddel i Oslo Børs' overvåkningsarbeid.»*¹⁷⁸ De nye leddene i vphl. § 3-6 som trådte i kraft sommeren 2012 inneholder betydelig flere reguleringer enn før lovendringen, noe oppgaven i det følgende vil belyse.

3.2.3.2 Tredje ledd

Som følge av lovendringen er *«[u]tsteder av aksjer»*, altså foretaket, pålagt å *«sende en ajourført oversikt over personer som nevnt i første ledd til Finanstilsynet eller den Finanstilsynet utpeker»*, jf. tredje ledd første punktum. Leddet sikter her til primærinnsidere i et foretak etter første ledd i samme bestemmelse. Videre er leddet begrenset til aksjer. Det betyr at øvrige foretak som utsteder andre finansielle instrumenter enn aksjer, ikke rammes etter ordlyden.

¹⁷⁶ Prop.107 L (2011-2012) s. 80.

¹⁷⁷ Prop.107 L (2011-2012) s. 81-82.

¹⁷⁸ Prop.107 L (2011-2012) s. 81.

Den «*ajourført[e] oversikt[en]*» har et bestemt formkrav. Etter vphl. § 3-6 tredje ledd siste punktum skal «*[m]eldingen ... inneholde personens eller foretakets navn, personnummer, organisasjonsnummer eller lignende identifikasjonsnummer, adresse, type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling.*» Det må her bemerkes at oversikten ikke er den samme som etter vphl. § 3-5, idet oversikten utelukkende retter seg mot primærinnsidere.¹⁷⁹

Det følger videre av tredje ledd første punktum, at den «*ajourført[e] oversikt[en]*» må sendes «*uten ugrunnet opphold*». Vilkåret utgjør en tidsfrist for utstederforetaket. Ved tolkning av om vilkåret er brutt, må det foretas en konkret helhetsvurdering på det aktuelle forholdet.¹⁸⁰ Her vil en rekke momenter gjøre seg gjeldende, især «*forsinkelsens varighet, antall primærinnsidere og primærinnsiderenes stilling*».¹⁸¹ Dersom vilkåret brytes kan Finanstilsynet ilegge et overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4 første ledd første punktum. Både forsett og uaktsomhet rammes av bestemmelsen.

Oversikten må videre være oppdatert, noe som også kommer klart til uttrykk i ordlyden «*ajourført*», jf. vphl. § 3-6 tredje ledd. Av rettspraksis følger det av en dom fra Oslo tingrett at det er «*sers viktig at slike lister blir oppdaterte, og at selskap har tilfredsstillende rutiner for dette*».¹⁸²

Etter tredje ledd annet punktum følger det at «*[o]versikten skal også omfatte foretak som eier aksjer i vedkommende utstederforetak, og som på grunn av eierskapet er representert i utstederforetakets styre.*» Som følge av lovendringen i 2012 ble denne gruppen primærinnsidere pliktet til å listeføres.

Som nevnt ovenfor må de børsnoterte selskapene «*uten ugrunnet opphold*» sende inn oppdaterte lister av sine primærinnsidere, jf. vphl. § 3-6 tredje ledd. Denne forpliktelsen er løpende og gjelder samtlige noterte selskaper på Oslo Børs, både norske og utenlandske.¹⁸³

¹⁷⁹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 11.6.

¹⁸⁰ Vedtak om overtredelsesgebyr mot Itera ASA, 23/01/2012, mot Sevan Marine ASA 14/03/2012, og mot Scana Industrier ASA 09/10/2012.

¹⁸¹ Vedtak om overtredelsesgebyr mot Itera ASA, 23/01/2012, mot Sevan Marine ASA 14/03/2012, og utledningsvis av vedtak om overtredelsesgebyr mot Scana Industrier ASA 09/10/2012.

¹⁸² Oslo tingretts dom 21. juni 2011 (sak 10-200082med-otir/03) s. 4.

¹⁸³ Oslo Børs, Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper s. 8.

Kort oppsummert skal foretaket utarbeide en oversikt over samtlige primærinnsidere i selskapet. Denne listen må til enhver tid være oppdatert. Dersom nye forhold skulle inntreffe, for eksempel ved at et nytt styremedlem tiltrer, må selskapet «uten ugrunnet opphold» oppdatere oversikten og sende denne til Finanstilsynet.

3.2.3.3 Fjerde ledd

Også dette leddet er flyttet fra den tidligere vphl. § 4-1, henholdsvis tredje og femte ledd. De samme hensyn som begrunnet nåværende vphl. § 3-6 tredje ledd, er appliserbare for fjerde ledd.

Av vphl. § 3-6 fjerde ledd følger det at «[p]ersoner og foretak» sine «nærstående» også skal føres opp i oversikten. Med «nærstående» menes den gruppe aktører som faller inn under vphl. § 2-5 nr. 1, 2 og 4. Kravet er at denne gruppens «nærstående», «innehar aksjer utstedt av vedkommende selskap eller selskap i samme konsern» jf. vphl. § 3-6 fjerde ledd første punktum.

Tilsvarende plikt om listeoppføring gjelder «nærstående ... som innehar lån i henhold til aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner eller tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer i vedkommende selskap eller selskap i samme konsern», jf. vphl. § 3-6 fjerde ledd annet punktum. Av sistnevnte punktum følger det videre at plikten gjelder «uavhengig av om det finansielle instrumentet gir rett til fysisk eller finansielt oppgjør».

3.2.3.4 Femte ledd

Verdipapirhandelloven § 3-6 femte ledd gir Finanstilsynet kompetanse til selv å «utarbeide og offentliggjøre oversikter som inneholder navn på personer og foretak som nevnt i første ledd, samt type tillitsverv eller stilling i selskapet og eventuell øvrig arbeidsstilling». Slik leddet er utformet, er denne utarbeidelsen av oversikter og offentliggjøringen ikke noe Finanstilsynet plikter å foreta. Dette følger klart av ordlyden «kan».

Det må likevel kunne sies at slike lister bidrar til et transparent marked, der investorene har oversikt over hvem som kan forventes å sitte på innsideinformasjon. Dette vil igjen kunne ha en preventiv effekt mot ulovlig innsidehandel.

Leddet åpner også for at Finanstilsynet kan delegere dette ansvaret til et annet organ, jf. ordlyden «*utpeker*». Dette ansvaret har langt på vei blitt delegert til Oslo Børs.¹⁸⁴

3.2.3.5 Sjette ledd

Vphl. § 3-6 siste ledd understreker at hele bestemmelsen får tilsvarende anvendelse for egenkapitalbevis. Det vises her til oppgavens underkapittel 4.4 som går nærmere inn på legaldefinisjonen av egenkapitalbevis.

3.3 Hensynene bak undersøkelsesplikten

Det er ingen enkel oppgave for den myndighet som skal påse at aktørene i den finansielle sektoren overholder den regulering som finnes. Nettopp dette har ført til de gjeldende reguleringer for å forhindre ulovlig innsidehandel.

Vphl. 3-6 er en bestemmelse som er ment å forebygge innsidehandel. Finanstilsynets arbeid blir med det enklere, ved at de får en oversikt over hvem som sitter med innsideinformasjon, uten å faktisk selv innhente en slik oversikt. Dermed kan Finanstilsynet konsentrere sitt arbeid mot utenforstående anklager om innsidehandel, eller iverksettelse av etterforskning ved mistanke om innsidekriminalitet. Siden Finanstilsynet på lik linje med alle andre statlige institusjoner har begrensede ressurser, vil vphl. § 3-6 kunne være med på å forebygge innsidehandel.

¹⁸⁴ Oslo Børs, Søk i primærinnsiderregisteret.

Som oppgaven tidligere har vist, er någjeldende vphl. § 3-6 første og annet ledd en videreføring av den opphevede bestemmelsen i verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6. Forarbeidene til loven fra 1997 er dermed relevante for å etablere den legislative bakgrunnen bak någjeldende vphl. § 3-6.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 observerte at et «*[f]orbud mot innsidehandel, andre forebyggende bestemmelser samt en effektiv håndhevelse, styrker ... markedets evne til å tiltrekke investorer og bidrar således til økt likviditet*».¹⁸⁵ Vphl. § 3-6 første og annet ledd er en slik forebyggende bestemmelse. Ved å oppstille «*en særlig aktsomhetsplikt*» på primærinnsidere i et selskap, herunder undersøkelsesplikten, kan staten flytte en del av denne byrden over på selskapene.¹⁸⁶ Dette er også bakgrunnen for at verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6 i sin tid ble vedtatt.¹⁸⁷

Ved vedtagelsen av dagjeldende § 2-6 om undersøkelsesplikt uttalte utvalget at «*det er viktig med bestemmelser som effektiviserer forbudet mot innsidehandel og som søker å lette de håndhevingsmessige problemer forbundet med forbudet*».¹⁸⁸ Tanken bak dagjeldende vphl. § 2-6 og någjeldende vphl. § 3-6 første og annet ledd er således å gjøre akkurat det. Utvalget uttalte videre at regelen om en undersøkelsesplikt ville legge til rette for at et selskaps øverste ledelse «*må etablere betryggende rutiner for handel med verdipapirer utstedt av eget foretak*».¹⁸⁹ Primærinnsidere er dermed gjennom den lovregulerte undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd aktivt pålagt å forebygge ulovlig innsidehandel. Det er de som kjenner best til hvem som sitter med innsideinformasjon, og som etter undersøkelse kan identifisere slike personer overfor Finanstilsynet. Arbeidet til Finanstilsynet blir derfor til en viss grad enklere. Deres fokus og ressurser kan dermed i større grad rettes mot å undersøke hvorvidt misbruk av innsideinformasjon har funnet sted.

Imidlertid har lovgiver tatt hensyn til at en alt for omfattende undersøkelsesplikt vil kunne virke belastende for selskaper i slik utstrekning at den belaster markedet ved uforholdsmessig bruk av tid og ressurser. Det følger av vphl. § 17-3 første ledd at overtredelse av vphl. § 3-6 første og annet ledd er straffbart.

¹⁸⁵ NOU 1996:2 s. 55.

¹⁸⁶ NOU 1996:2 s. 46.

¹⁸⁷ *ibid.*

¹⁸⁸ NOU 1996:2 s. 62.

¹⁸⁹ *ibid.*

Verdipapirhandeloven § 17-3 annet ledd nr. 2 oppstiller et tilleggsvilkår ved siden av vilkåret om overtredelse av vphl. § 3-6 første eller annet ledd, nemlig at «*det foreligger innsideinformasjon i foretaket*». Bevisbyrden for å påvise at overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 har funnet sted, ligger dermed hos den påtalemyndigheten. I realiteten betyr dette at selskapets øverste ledelse må finne en balansegang mellom ressursdisponering, og tilstrekkelig adekvate rutiner for personer med innsideinformasjon.

Som nevnt ovenfor, kan primærinnside kun straffes for overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, hvis det samtidig påvises at det har foreligget innsideinformasjon i selskapet, jf. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2. Hvis det påvises at slik innsideinformasjon forelå på det tidspunktet primærinnsideren burde ha foretatt en forsvarlig undersøkelse, kan primærinnsidere straffes for mangelfull eller manglende undersøkelse.

Det er ikke nødvendig at primærinnsideren bevisst har misbrukt innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-3 første ledd, for at overtredelse av vphl. § 3-6 første og annet ledd kan finne sted. Vedkommende kan dermed risikere å bli straffet med bøter og fengsel. Når loven oppstiller et slikt sanksjonssystem, kan det virke tilstrekkelig avskrekkende for primærinnsidere å unnlate oppfyllelse av undersøkelsesplikten. Hvis det ikke skjer, har loven gjennom undersøkelsesplikten skapt et system for å ansvarliggjøre primærinnsidere.

En parallell kan trekkes til vegtrafikkloven¹⁹⁰ § 22 femte ledd første punktum. I nevnte ledd oppstilles det en presumsjon for at fører av motorvogn har vært ruspåvirket ved kjøringen, dersom han innenfor rammen av seks timer etter kjøringen, inntar «*berusende eller bedøvende middel*» og «*forstår eller må forstå at det kan bli politietterforskning på grunn av kjøringen*». Uten en slik presumsjon ville fører kunne hevde å først ha inntatt alkohol etter avsluttet kjøring, fordi vedkommende ble oppskaket som et resultat av kjøreturen. Det ville være en vanskelig oppgave for påtalemyndigheten å bevise at alkoholen allerede var inntatt idet kjøringen foregikk. På samme måte som i nevnte bestemmelse, bidrar presumsjonen i vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2 til å lette de bevistekniske utfordringer Finanstilsynet har med å sannsynliggjøre at overtredelse av undersøkelsesplikten har funnet sted.

¹⁹⁰ Vegtrafikkloven.

4 Undersøkelsesplikten virkeområde

4.1 Introduksjon

Bestemmelsen i vphl. § 3-6 første ledd lyder:

«Før styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket, skal vedkommende foreta en forsvarlig undersøkelse av om det foreligger opplysninger som nevnt i § 3-2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket. Første punktum gjelder tilsvarende for varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket. Første punktum gjelder tilsvarende for ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern som normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon.»

Fremstillingen i dette kapittelet vil behandle den personelle, stedlige og saklige siden av vphl. § 3-6 første ledd. Den materielle siden av bestemmelsen vil bli behandlet i oppgavens kapittel 5.

4.2 Bestemmelsens personelle virkeområde

4.2.1 Introduksjon

Første ledd tar sikte på primærinnsidere i et utstederforetak. Begrepsbruken følger implisitt av av overskriften i vphl. § 4-2, sammenholdt med bestemmelsens første ledd første punktum, som viser til vphl. § 3-6 første ledd.

4.2.2 Styremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket

Verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd første punktum lyder:

«[S]tyremedlem, ledende ansatt, medlem av kontrollkomité eller revisor tilknyttet utstederforetaket»

Bestemmelsen lister opp kjernen av aktørene som går inn under begrepet primærinnsider. Listen er uttømmende.¹⁹¹ Det er disse som antas å ha best oversikt over hvem som sitter på innsideinformasjon i foretaket.

4.2.2.1 Styret

Så lenge en er medlem i styret til et børsnotert foretak, er vedkommende å anse som en primærinnsider. Dette følger klart av lovens ordlyd. Kapittel 6 i allmennaksjeloven omhandler selskapets ledelse. Av loven fremkommer det at styret utgjør ledelsen i et aksjeselskap, sammen med daglig leder, jf. forutsetningsvis asal. §§ 6-1 og 6-2. Daglig leder vil imidlertid ikke kunne sitte i styre, jf. asal. § 6-1 tredje ledd.

Styret har som oppgave å forvalte selskapet, samt sørge for en *«forsvarlig organisering av»* foretaket, jf. asal. § 6-12 første ledd. Plikten til å foreta en forsvarlig undersøkelse, inntreder allerede fra det tidspunktet vedkommende blir valgt til styremedlem etter asal § 6-6 annet ledd.¹⁹² Plikten er med det presumptiv, og kan oppstå før vedkommende styremedlem faktisk *«deltar på styremøter eller får tilgang til kurssensitiv informasjon som følge av sitt tillitsvern»*.¹⁹³

Etter asal. § 6-1 første ledd skal foretakets styre til enhver tid ha minst tre medlemmer, med mindre selskapet har en bedriftsforsamling, hvilket fører til et krav på minst fem styremedlemmer. Dersom et styremedlem fratrer stillingen, må det velges et nytt styremedlem, slik at det til enhver tid er tilstrekkelig med medlemmer.

¹⁹¹ Bechmann (2002) s. 111.

¹⁹² *ibid.*

¹⁹³ *ibid.*

Valget av et styremedlem vil være avhengig av flere faktorer, herunder hvilke ferdigheter og kompetanseområder foretaket ønsker at et medlem skal inneha. Det er imidlertid ikke til hinder for at en større aksjonær håndplukker personer, som kan forventes å lojalt ivareta vedkommende aksjonærs interesse.

Et styremedlem velges av generalforsamlingen etter asal. § 6-3 første ledd, av et vedtektsfestet selskapsorgan etter § 6-3 tredje ledd, eller av foretakets ansatte etter § 6-4.

Undersøkelsesplikten består så lenge vedkommende er styremedlem.¹⁹⁴ Den vil gjelde uavhengig av om styremedlem representerer foretakets ansatte eller aksjonærene.¹⁹⁵ Det vil likeledes være uten betydning hvilke opplysninger de tillitsvalgte normalt vil forelegges.¹⁹⁶ Som regel er tjenestetiden to år, jf. asal § 6-6 første ledd første punktum. Dette kan fravikes i vedtektene, jf. asal § 6-6 første ledd annet punktum, som åpner opp for at tjenestetiden gjøres «kortere eller lengre, men ikke til mer enn fire år». Unntaket fra hovedregelen er de tilfeller der det er generalforsamlingen som velger nytt styremedlem jf. § 6-8 annet ledd. Valget vil da utsettes til neste ordinære generalforsamling, men kun «dersom styret fortsatt er vedtaksført». Undersøkelsesplikten opphører også dersom styremedlemmet fratrer eller avsettes fra tillitsvervet, jf. asal. § 6-7. Plikten vil sålede opphøre dagen etter fratrede eller avsettelse.

4.2.2.2 Medlem av kontrollkomité

Det følger av vphl. § 3-6 første ledd første punktum at «medlem av kontrollkomité» skal anses som primærinnsidere.

Kontrollkomitéen har som oppgave å føre tilsyn med selskapet.¹⁹⁷ For enkelte foretak som er børsnoterte, som eksempelvis sparebanker og forretningsbanker, vil slike komitéer være lovpålagt.¹⁹⁸

¹⁹⁴ Bechmann (2002) s. 111.

¹⁹⁵ *ibid.*

¹⁹⁶ *ibid.*

¹⁹⁷ Bechmann (2002) s. 112.

¹⁹⁸ *ibid.*

For å kunne utføre sitt verv, vil en slik komité ha krav på å få adgang til alle relevante opplysninger «den mener å trenge», jf. sparebankloven¹⁹⁹ § 13 sjette ledd og forretningsbankloven²⁰⁰ § 13 annet ledd. Som følge av en slik tilgang til opplysninger, vil medlemmene i kontrollkomitéer med det kunne komme i besittelse av spesifikk innsideinformasjon om foretaket.²⁰¹ Dette er også bakgrunnen for at kontrollkomitéer regnes som primærinnsidere.

Som nevnt ovenfor, er listen over primærinnsidere etter vphl. § 3-6 første ledd første punktum uttømmende. Det betyr at aktører som ikke rammes av ordlyden faller utenfor bestemmelsens personelle virkeområde. Dette vil igjen innebære at medlemmer av andre organer som bedriftsforsamlinger, granskningsutvalg og representantskap, ikke er underlagt undersøkelsesplikten.²⁰² Likeledes vil dette gjelde for vedtektsfestete selskapsorganer, jf. asal. § 6-3 tredje ledd.

Nevnte lover som pålegger en kontrollkomité, vil imidlertid bli opphevet ved ikrafttreddelsen av den nye finansforetaksloven²⁰³ § 23-3 nr. 3 og 4. Den nye loven vil tre i kraft 1. januar 2016.²⁰⁴ Som følge av ikrafttreddelsen av den nye loven, vil kravet om kontrollkomité oppheves. Forarbeidene begrunner dette med «at ordningen med kontrollkomité ikke har fungert etter hensikten».²⁰⁵ Det uttales videre at de hensyn som i sin tid ble lagt til grunn for lovkravet om finanskomiteer, er «tilstrekkelig ivaretatt gjennom de øvrige kontrollorganene i finansforetak, samt gjennom reglene om alminnelige krav til finansforetak».²⁰⁶ Effekten denne lovendringen vil ha på vphl. § 3-6 første ledd, vil trolig øke i takt med antall foretak som avvikler sine kontrollkomitéer. De foretak som avvikler sin kontrollkomité, vil ikke lenger ha en personkrets som omfattes av bestemmelsens personelle virkeområde. Selskaper som beholder en kontrollkomité, vil nok fortsatt måtte forholde seg til någjeldende regler.

¹⁹⁹ Sparebankloven.

²⁰⁰ Forretningsbankloven.

²⁰¹ Bechmann (2002) s. 112.

²⁰² *ibid.*

²⁰³ Finansforetaksloven.

²⁰⁴ Finansforetaksloven ikrafttredelseslov.

²⁰⁵ Prop.125 L (2013-2014) s. 60.

²⁰⁶ *ibid.*

4.2.2.3 Revisor tilknyttet utstederforetaket

Ordlyden «revisor» skal etter bestemmelsen forstås som selskapets valgte revisor, jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum.²⁰⁷ Begrepet innebærer naturlig nok revisorer med stilling i selskapet, herunder internrevisorer. Imidlertid vil også eksterne revisorer kunne være omfattet, dersom vedkommende har et fast oppdrag for selskapet. Ordlyden ekskluderer ikke muligheten for at flere revisorer kan omfattes samtidig.²⁰⁸ Et slikt tilfelle vil kunne være der flere valgte revisorer reviderer årsregnskapet, jf. asal. § 7-1 første ledd første punktum. Det følger av revisorloven²⁰⁹ § 5-2 tredje ledd at foretaket «skal gi revisor adgang til å foreta de undersøkelser revisor finner nødvendig, og gi revisor adgang til de opplysninger denne krever for utførelsen av sitt oppdrag». I praksis vil dette kunne gi revisor lik tilgang på innsideinformasjon som øvrige primærinnsidere i foretaket.²¹⁰ Av denne grunn er revisor å anse som en primærinnsider med medfølgende undersøkelsesplikt.²¹¹

Verdipapirhandeloven § 3-6 første ledd første punktum gjelder kun foretakets valgte revisor. Revisorer som engasjeres til konsulentoppdrag, både enkeltstående eller løpende, vil ikke rammes av bestemmelsen.²¹² Dette skyldes at tilknytningen til utstederselskaper er for lav. Et treffende eksempel vil være revisorer som innleies i forbindelse med oppkjøp og fusjoner.²¹³ Taushetsplikten etter vphl. § 3-4 og handelsforbudet etter § 3-3 første ledd, vil dog også normalt gjelde for revisorkonsulenter.²¹⁴

Undersøkelsesplikten er ikke spesielt praktisk for selskapets valgte revisor i tilknytning til handel av finansielle instrumenter utstedt av foretaket.²¹⁵ Det følger direkte av revisorloven § 4-1 annet ledd nr. 2, at en revisor «som har eierandeler i ... det revisjonspliktige foretaket» er avskåret fra å revidere årsregnskapet.

²⁰⁷ Bechmann (2002) s. 112.

²⁰⁸ *ibid.*

²⁰⁹ Revisorloven.

²¹⁰ Bechmann (2002) s. 112.

²¹¹ *ibid.*

²¹² *ibid.*

²¹³ *ibid.*

²¹⁴ *ibid.*

²¹⁵ *ibid.*

Isolert sett vil bestemmelsens ordlyd ikke hindre revisor fra å kunne handle finansielle instrumenter utstedt av foretaket, så fremst vedkommende ikke eier noe på det tidspunkt årsregnskapet revideres.²¹⁶ Imidlertid understreker forarbeidene at dersom en revisor til tross for nevnte bestemmelse, «*handler i selskapet, vil de særlige reglene for primærinnsidere få anvendelse*».²¹⁷

4.2.2.4 Ledende ansatt

Hva som menes med «*ledende ansatt*» i vphl. § 3-6 første ledd første punktum, vil kunne variere fra foretak til foretak, avhengig av hvordan bedriften har valgt å organisere seg.²¹⁸ Til tross for at ordlyden kan tale for at vedkommende må inneha lederoppgaver, er dette ikke avgjørende. Ifølge forarbeidene til 1997-loven ville vurderingen av «*ledende ansatt*» bero på to forhold.²¹⁹

Vedkommende må først og fremst være i en påvirkende posisjon på disposisjoner som er av «*kurssensitiv art*».²²⁰²²¹ Her vil personens reelle innflytelse være bestemmende, idet det er denne innflytelsen som gjør stillingen ledende, skjønt tittel og stillingsbetegnelse kan være momenter av betydning.²²² Imidlertid vil den nærmere avgrensningen måtte foretas «*konkret på bakgrunn av de reelle forhold*».²²³²²⁴

For det andre bør stillingen innebære en regelmessig tilgang på informasjon, på en kvalitativ høyde med det daglig leder mottar, men ikke nødvendigvis like kvantitativ.²²⁵

²¹⁶ Bechmann (2002) s. 113.

²¹⁷ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 34.

²¹⁸ *ibid.*

²¹⁹ *ibid.*

²²⁰ *ibid.*

²²¹ *ibid.*

²²² *ibid.*

²²³ *ibid.*

²²⁴ *ibid.*

²²⁵ *ibid.*

Det er på det rene at daglig leder vil være en «*ledende ansatt*» i selskapet. Andre betegnelser på daglig leder kan være administrerende direktør, konsernsjef og CEO et al.

I enkelte større selskaper vil administrerende direktør ha en egen ledergruppe.²²⁶ I en slik gruppe vil det ofte inngå en CFO, CTO, COO og en General Counsel. Formålet med å opprette en slik gruppe er å drøfte vesentlige beslutninger i virksomheten.²²⁷

Dersom vedkommendes stilling åpner for at han eller hun mottar den samme kvalitative informasjon som minst ett av medlemmene i gruppen, bør dette være tilstrekkelig. Forholdene som nevnt vil utgjøre en avgrensning mot øvrige ansatte som ikke kan sies å ha en «*ledende*» stilling.²²⁸

Krav om at vedkommende er ansatt i selskapet er bestemmelsens utgangspunkt.²²⁹ Det betyr at all innleid personell, herunder rådgivere og konsulenter, vil i utgangspunkt falle utenfor bestemmelsens virkeområde.²³⁰ Her må det likevel gjøres unntak. Der den innleide reelt sett innehar en ledende stilling i et utstederforetak, skal vedkommende identifiseres som ansatt.²³¹ Satt på spissen, vil selv en konsulent innleid fra et eksternt utleiebyrå/konsulentselskap m.m., være å anse som ansatt, så fremst vedkommende fyller en slik «*ledende*» stilling.²³² Identifisering vil her skje uavhengig av om perioden på den fylte stillingen er kort eller lang, og selv om konsulenten fortsatt er ansatt i utleiebyrået.²³³

I tillegg til det som nå har blitt sagt om innleid personell, kan den rigide avgrensningen mot øvrige ansatte oppfattes som noe vilkårlig. Hypotetisk sett vil enkelte ansatte, som tradisjonelt ikke faller inn under definisjonen av «*ledende ansatt*» i vphl. § 3-6 første ledd, kunne være i besittelse av like mye innsideinformasjon som den «*ledende*».

²²⁶ *ibid.*

²²⁷ *ibid.*

²²⁸ *ibid.*

²²⁹ Bechmann (2002) s. 113.

²³⁰ *ibid.*

²³¹ *ibid.*

²³² *ibid.*

²³³ Bechmann (2002) s. 114.

Hverken regnskapsmedarbeidere, forskere, forskningsassistenter eller personlig sekretær til administrerende direktør fanges av bestemmelsens ordlyd.²³⁴ Av forarbeidene fremkommer det at lovgiver har vært bevisst på denne problemstillingen.²³⁵ Likevel har hensynet til at bestemmelsen praktiseres hensiktsmessig, ført til «*en statisk avgrensning*» mot øvrige ansatte.²³⁶²³⁷

Sett bort ifra verdipapirhandelens generelle forbudsregel mot innsidehandel, som uansett fanger opp alle ovennevnte i vphl. § 3-3 første ledd og taushetsplikten etter samme lovs § 3-4, kan det stilles spørsmål ved om ikke «*ledende ansatt*» vilkåret i vphl. § 3-6 første ledd bør utvides noe. Et så skarpt skille mellom vanlig ansatt og «*ledende ansatt*» kan muligens virke urettferdig, tatt i betraktning at en «*ledende ansatt*» må foreta en «*forsvarlig undersøkelse*» hver gang vedkommende skal handle aksjer utstedet av foretaket, mens en vanlig ansatt slipper dette.

4.2.3 Varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket

Verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd annet punktum lyder:

«[V]aramedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket»

Tilsvarende som med første punktum, skal «*varamedlem, observatør, styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket*» også anses som primærinnsidere uten unntak.

²³⁴ NOU 1996:2 s. 68.

²³⁵ *ibid.*

²³⁶ *ibid.*

²³⁷ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 34.

4.2.3.1 Varamedlem

På lik linje med styremedlem velges varamedlemmer i utgangspunkt av generalforsamlingen jf. asal. § 6-3 første ledd. Valg av varamedlem er imidlertid valgfritt etter ordlyden «*om det skal velges*». Tilsvarende vil ansatte kunne kreve å velge varamedlem etter § 6-4, dersom minstekravene til antall ansatte er oppfylt og selskapet ikke har en bedriftsforsamling, jf. § 6-35.

Plikten til undersøkelse vil fortsatt være gjeldende, selv om varamedlemmet bare sporadisk deltar på styremøtene.²³⁸ Videre vil den gjelde uavhengig av hva slags informasjon de har tilgang til.²³⁹ Selv i situasjoner der vedkommende faktisk ikke får tilgang til styredokumenter, skal varamedlemmet likefullt anses som en primærinnsider.²⁴⁰

Et nokså nytt eksempel illustrerer regelens rigiditet. Dagen før offentliggjøring av kvartalstallene, hadde et varamedlem i Norwegian Royal Salmon ASA kjøpt aksjer utstedt av foretaket.²⁴¹ Selv om vedkommende ikke hadde hatt tilgang til kvartalstallene, ble saken undersøkt av Oslo Børs.²⁴²

4.2.3.2 Observatør

Formålet med observatørrollen er å representere ansatte i et foretak. Som forarbeidene uttrykker det, er «*[i]ntensjonen med observatører ... å styrke ansattes representasjon og sikre kontinuitet.*»²⁴³ Selv om «*observatør[er]*» ikke har stemmerett i styret, vil de ha «*tale- og forslagsrett*».²⁴⁴ Videre skal deres plasser være permanente i styret.²⁴⁵

²³⁸ Bechmann (2002) s. 112.

²³⁹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 34.

²⁴⁰ Bechmann (2002) s. 112.

²⁴¹ Dagens Næringsliv (2015).

²⁴² *ibid.*

²⁴³ Ot.prp.nr.24. (1987-1988) s. 20.

²⁴⁴ *ibid.*

²⁴⁵ *ibid.*

Slik det følger av asal. § 6-4, har ansatte krav på å velge en eller flere «*observatør[er]*», alt avhengig av antall ansatte i foretaket.

På samme vis som for varamedlemmer, vil en ubetinget undersøkelsesplikt for observatører fortsatt gjelde, uavhengig av om vedkommende faktisk har fått tilgang til styredokumenter.²⁴⁶

4.2.3.3 Styresekretær og direksjonssekretær

Ved lovendringen i 2005 ble «*styresekretær og direksjonssekretær til styret i utstederforetaket*» lagt til listen over primærinnsidere, jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 2-6. I forhold til dagjeldende rett, var dette nytt.²⁴⁷ Med tanke på at denne gruppe sekretærer vil kunne delta i styremøter, og således få tilgang til innsideopplysninger om foretaket, er det hensiktsmessig at de også skal omfattes av primærinnsiderbegrepet.

4.2.4 Ledende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern

Verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd siste punktum lyder:

«*[L]edende ansatt og styremedlem i foretak i samme konsern*»

En videreføring av verdipapirhandelloven 1997 er at «*ledende ansatt[e] og styremedlem[mer] i foretak i samme konsern*» også skal anses som primærinnsidere. Samme hensyn som for de øvrige primærinnsiderne gjør seg også gjeldende her, «*i den utstrekning de normalt har tilgang på innsideinformasjon om datterselskapet eller konsernet som sådan*».²⁴⁸ Her er det imidlertid en begrensning. Kravet er at ovennevnte aktører «*normalt kan antas å få tilgang til innsideinformasjon*», jf. vphl. § 3-6 første ledd. Det er med andre ord ingen automatikk i at en konserntilknyttet aktør skal anses som en primærinnsider.

²⁴⁶ Bechmann (2002) s. 112.

²⁴⁷ Ot.prp.nr.12. (2004-2005) s. 142.

²⁴⁸ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 34.

Det er heller ikke noe krav om at datterselskapets «*finansielle instrumenter er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert marked*». ²⁴⁹

For at bestemmelsen skal få anvendelse, må de konserntilknyttede aktørene «*normalt ... antas å få tilgang til innsideinformasjon*» om utstederforetaket, på lik linje med utstederforetakets egne primærinnsidere, jf. vphl. § 3-6 første ledd siste punktum. ²⁵⁰ Tilsvarende vil gjelde for opplysninger om det konserntilknyttede foretaket. ²⁵¹

4.2.5 Forholdet mellom undersøkelsesplikten og listeføringsplikten

Verdipapirhandelloven § 3-5 første ledd første punktum pålegger utsteder av finansielle instrumenter å føre lister over personer i foretaket som har tilgang på innsideinformasjon. Plikten gjelder uavhengig av om vedkommende er å anse som en primærinnsider. Denne listen vil i praksis gjelde samtlige «*personer*», som «*gis tilgang til innsideinformasjon*». Bestemmelsen avgrenser ikke mot selskapets egne ansatte, jf. vphl. § 3-5 første ledd annet punktum som også inkluderer ansatte i andre selskaper «*som gis tilgang til informasjonen*».

Her vil «*dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv.*» være innbefattet i selskapets listeføringsplikt, jf. vphl. § 3-5 første ledd annet punktum.

Etter tredje ledd i samme bestemmelse, er utstederforetaket videre pålagt å «*sørge for at personer som gis tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette innebærer, samt straffeansvaret som er forbundet med misbruk eller uberettiget distribusjon av slike opplysninger*». Slike lister skal «*oppdateres fortløpende*», og inneholde en rekke opplysninger om vedkommende jf. bestemmelsens annet ledd.

Av dette kan det utledes en vesensforskjell mellom vphl. §§ 3-5 og 3-6. Etter førstnevnte bestemmelse er det foretaket selv som må kontrollere om «*person[ene]*» har tilgang på innsideinformasjon. Denne kontrollen vil også gjelde mot «*personer*» som regnes som primærinnsidere i foretaket.

²⁴⁹ Bechmann (2002) s. 114.

²⁵⁰ *ibid.*

²⁵¹ *ibid.*

Etter vphl. § 3-5 sin ordlyd, er det således utstederforetaket som skal være den oppsøkende part. Kontrollen kan på mange måter minne om en slags "undersøkelse" pålagt utstederforetaket. Vphl. § 3-6 første og annet ledd snur dette på hodet ved å pålegge personen, og ikke foretaket, en plikt til å undersøke, så fremst vedkommende anses som en primærinnsider. Hva som utgjør det materielle innholdet av denne plikten, vil bli behandlet i oppgavens kapittel 5.

4.3 Bestemmelsens stedlige virkeområde

Verdipapirhandelloven § 1-2 gjelder *«for virksomhet i Norge, med mindre noe annet er bestemt»*. Sistnevnte unntak tar sikte på de særlige regler etter kapittel 9 i loven, som kommer til anvendelse for utenlandske foretak, som enten yter eller ønsker å yte investeringstjenester i Norge.

Etter vphl. § 3-1 gjelder *«[k]apittel 3 ... finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked»*.

Lovens kapittel 3, herunder undersøkelsesplikten, vil gjelde uavhengig av investors, meglers eller utsteders bosted, forretningssted og nasjonalitet, og om selve transaksjonen foretas i det norske markedet.²⁵² Det er dermed intet vilkår om at den faktiske transaksjonen er blitt foretatt på norsk regulert marked.²⁵³ Såfremt foretakets utstedte finansielle instrumentene *«er eller søkes notert på norsk regulert marked»*, vil kapittelet få anvendelse, jf. vphl. § 3-1 første ledd.²⁵⁴ Det samme vil også gjelde for utenlandske foretak.

²⁵² Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 2.2.

²⁵³ *ibid.*

²⁵⁴ *ibid.*

4.4 Bestemmelsens saklige virkeområde

4.4.1 Introduksjon

Verdipapirhandelloven § 3-1 første ledd fastsetter rammene for undersøkelsesplikten etter vphl. § 3-6 første og annet ledd, når den avgrenser lovens kapittel 3 til å gjelde «*finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked*».

4.4.2 Finansielle instrumenter

Det følger av vphl. § 3-1 første ledd første punktum at verdipapirhandelloven kapittel 3 «*gjelder for finansielle instrumenter*». For vphl. § 3-6 første og annet ledd sin del kommer dette til uttrykk i og med at bestemmelsens personelle side retter seg mot personer som «*foretar eller tilskynder*» til transaksjoner med finansielle instrumenter.

Begrepet «*finansielle instrumenter*» er brukt konsekvent gjennom verdipapirhandelloven siden «*loven kun kommer til anvendelse på handel i, eller tjenesteyting som vedrører finansielle instrumenter*».²⁵⁵ Begrepet har derfor en egen definisjonsbestemmelse i vphl. § 2-2. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 4 nr. 1 punkt. 17, som definerer finansielle instrumenter som de instrumenter som er listet i Section C i Annex I til direktivet. Etter vphl. § 2-2 første ledd defineres hva som skal inkluderes i begrepet «*finansielle instrumenter*».

I vphl. § 2-2 første ledd nr.1 hører for det første «*omsettelige verdipapirer*» inn under begrepet, jf. MiFID Section C i Annex I første ledd. Det følger av vphl. § 2-2 annet ledd at det med omsettelige verdipapirer menes «*de klasser av verdipapirer som kan omsettes på kapitalmarkedet*». Dette «*inngangsvilkår[et]*»²⁵⁶ går ut på at «*et verdipapir anses omsettelig på kapitalmarkedet, dersom verdipapiret etter sin art er omsettelig*».²⁵⁷

²⁵⁵ Myklebust (2011) s. 203.

²⁵⁶ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 53.

²⁵⁷ *ibid.*

Av vphl. § 2-2 annet ledd, sammenholdt med børsforskriften § 1 første ledd antitetisk, følger det at slike andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper ikke hører inn under legaldefinisjonen av «*omsettelige verdipapirer*». Dette er i samsvar med MiFID Section C i Annex I.

Listen på verdipapirer som anses som «*omsettelig*» er ikke uttømmende, jf. bruken av ordet «*herunder*» i vphl. § 2-2 annet ledd. Videre må verdipapirene kunne omsettes på «*kapitalmarkedet*», jf. vphl. § 2-2 annet ledd. Kapitalmarkedet er «*markedet for kapitalplasseringer eller lån*», og har en fragmentarisk karakter, med markeder for aksjer obligasjoner, valuta, sertifikater, derivater og lån mv.²⁵⁸²⁵⁹

Det følger av vphl. § 2-2 annet ledd nr. 1 at «*aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, samt depotbevis for slike*» regnes for å oppfylle vilkåret om «*omsettelig på kapitalmarkedet*». Med «*andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer*» omfattes «*blant annet ... egenkapitalbevis*».²⁶⁰

Egenkapitalbevis er et egenkapitalinstrument utstedt av sparebanker og andre finansinstitusjoner. Dersom slike institusjoner ikke er organisert som et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, er de naturlig nok avskåret fra å hente inn egenkapital ved emisjon, siden de ikke utsteder aksjer.²⁶¹ I slike tilfeller kan vedkommende institusjon hente inn ny egenkapital ved å utstede et egenkapitalbevis, jf. finansieringsvirksomhetsloven²⁶² (heretter finansvl.) § 2b-2 første ledd første punktum. Av finansvl. § 2b-2 første ledd annet punktum følger det at eiere av egenkapitalbevis skal ha «*eierbeføyelser i institusjonen*», med henvisning til reglene i finansvl. §§ 2b-10 til 2b-12. Egenkapitalbevis ligner langt på vei aksjer, men til forskjell fra aksjer så får ikke eieren av instrumentet samme innflytelse i bankens virksomhet, eller samme rettigheter til selskapsformuen.²⁶³

²⁵⁸ SNL, kapitalmarked.

²⁵⁹ Nærings- og fiskeridepartementet, Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak.

²⁶⁰ Myklebust (2011) s. 205.

²⁶¹ Myklebust (2011) s. 166.

²⁶² Finansieringsvirksomhetsloven.

²⁶³ Oslo Børs, Instrumenter.

For eksempel oppstiller finansvl. § 2b-10 første ledd den begrensning, at eieren av et egenkapitalbevis, gjennom institusjonens vedtekter, skal være avskåret fra å utøve «*mer enn to femdel av stemmene i generalforsamlingen*».

Vilkåret om omsettelighet regnes også for å være oppfylt når det gjelder «*obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike*», jf. vphl. § 2-2 nr. 2.

Med «*andre gjeldsinstrumenter*» siktes det her til sertifikater, som er omsettelige verdipapirer med en maksimal løpetid på ett år, inkludert statskasseveksler.²⁶⁴

Sist på listen over «*omsettelige verdipapirer*» kommer «*alle andre verdipapirer som gir rett til å erverve eller selge slike omsettelige verdipapirer eller som gir rett til kontant oppgjør*», jf. vphl. §§ 2-2 annet ledd nr. 3. Med «*andre verdipapirer*» siktes det her til konvertible obligasjoner, frittstående tegningsretter og «*covered warrants*».²⁶⁵ Konvertible obligasjoner er en type lån der kreditor får en «*rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning*», jf. asal. § 11-1. Frittstående tegningsretter er definert i asal. § 11-12 første ledd som en «*rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet*». I tillegg omfattes slike tegningsretter som «*utstedes uten at en konkret kapitalforhøyelse er besluttet av selskapet*», såkalte «*warrants*».²⁶⁶²⁶⁷ Instrumentet "covered warrants" er en kjøpsrett «*til aksjer som allerede er utstedt*».²⁶⁸

I vphl. § 2-2 første ledd nr. 2 inkluderes også «*verdipapirfondsandeler*» i begrepet «*finansielle instrumenter*», jf. vphl. § 2-2 første ledd og MiFID Section C i Annex I (3). Vphl. § 2-2 tredje ledd definerer verdipapirfondsandeler som «*andeler i fond som nevnt i verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 1 og verdipapirer som kan sidestilles med slike andeler*». Verdipapirer som kan sidestilles med de andeler i fond som oppstilles i verdipapirfondloven²⁶⁹ § 1-2 første ledd nr. 1, er «*for eksempel andeler i utenlandske fond ... som driver med kollektive investeringer i finansielle instrumenter og bankinnskudd*».²⁷⁰

²⁶⁴ SSB, Variabeldefinisjon Obligasjoner og sertifikater.

²⁶⁵ NOU 2006:3 s. 36 og 37.

²⁶⁶ NOU 2006:3 s. 36.

²⁶⁷ *ibid.*

²⁶⁸ *ibid.*

²⁶⁹ Verdipapirfondloven.

²⁷⁰ Myklebust (2011) s. 206.

Videre klassifiseres «*pengemarkedsinstrumenter*» som et finansielt instrument, jf. vphl. § 2-2 første ledd nr. 3 og MiFID Section C i Annex I annet ledd. Med pengemarkedsinstrumenter siktes det som oftest til interbankinnskudd, «*med unntak av betalingsmidler*», jf. vphl. § 2-2 fjerde ledd.²⁷¹ Som tidligere nevnt faller sertifikater inn under vphl. § 2-2 nr. 2. Imidlertid følger det av forarbeidene at utvalget la «*til grunn at sertifikater også anses som pengemarkedsinstrumenter etter direktivet*», med henvisning til MiFID art. 4 nr. 1 punkt. 19.²⁷² Det kommer nå til uttrykk i vphl. § 2-2 fjerde ledd at også sertifikater anses å være pengemarkedsinstrumenter.

Etter vphl. § 2-2 første ledd nr. 4 er «*derivater*» en del av begrepet finansielle instrumenter, jf. MiFID Section C i Annex I (4) til (10). Hva som menes med derivater kommer frem av vphl. § 2-2 femte ledd nr. 1 til 5.

Derivater er en type «*finansielle instrumenter hvor prisen er avledet fra et underliggende instrument*».²⁷³ Et slikt "underliggende instrument", eller såkalt "aktivum", kan eksempelvis være aksjer eller obligasjoner.

For det første fastsettes det i vphl. § 2-2 femte ledd nr. 1 at «*opsjoner, terminer, bytteavtaler (swaps), fremtidige renteavtaler (FRA)*» er derivater. Av denne gruppen er det særlig opsjoner og terminer som fortjener en nærmere omtale. Hverken opsjoner eller terminer er definert i loven. En opsjon gir innehaveren av instrumentet en rett, men ikke plikt, «*til å kjøpe eller selge det underliggende verdipapiret innen eller på et bestemt tidspunkt*».²⁷⁴²⁷⁵ Instrumentet er således «*en ensidig rettighets- og forpliktelsesposisjon i den forstand at en part har alle rettigheter og den annen alle forpliktelser*».²⁷⁶

²⁷¹ NOU 2006:3 s. 38.

²⁷² *ibid.*

²⁷³ Oslo Børs, Handel i derivater.

²⁷⁴ NOU 1996:2 s. 47.

²⁷⁵ *ibid.*

²⁷⁶ Bergo (2014) s. 49-50.

Opsjoner handles ofte med aksjer som underliggende aktivum, såkalte aksjeopsjoner.²⁷⁷ På Oslo Børs handles det med aksjeopsjoner, såkalte "CALLer"²⁷⁸, som gir rett til å kjøpe, og "PUTer"²⁷⁹, som gir rett til å selge.²⁸⁰

Terminer er avtaler om levering mot betaling, på et fremtidig tidspunkt, av et underliggende finansielt instrument eller varer.²⁸¹ Denne type instrumenter benevnes ofte som forwardkontrakter.²⁸² Videre vil kontantavregnede terminer omfattes av bestemmelsen, herunder futureskontrakter.²⁸³ Til forskjell fra opsjonskontrakter, er terminkontrakter gjensidig bebyrdende avtaler.²⁸⁴

Verdipapirhandelloven § 3-6 annet ledd gir undersøkelsesplikten anvendelse på handel med *«opsjons- eller terminkontrakt[er] eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter utstedt av foretaket»*. Det er sistnevnte *«tilsvarende rettigheter»*, som kan by på en tolkningsmessig utfordring. Hva ligger i begrepet *«tilsvarende rettigheter»*?

Isolert sett er ordlyden nokså vid. En naturlig språklig forståelse av begrepet tyder på at det i alle fall har nært slektskap til derivater. Dette følger av at begrepet *«tilsvarende rettigheter»* oppstilles som et utvidende supplement til de to førstnevnte derivatene, *«opsjons- eller terminkontrakt»*.

Begrepet *«tilsvarende rettigheter»* faller inn under meldeplikten for primærinnsidere etter vphl. § 4-2 annet ledd, jf. første ledd. Finanstilsynet har uttalt at dersom betingelsene til det finansielle instrumentet er *«knyttet til forhold som er utenfor "rettighetshaver" eller begge parter kontroll ... er det ikke naturlig å snakke om en "opsjon", og det kan neppe heller regnes som en "tilsvarende rettighet"»*.²⁸⁵ Vilkåret *«tilsvarende rettigheter»* til opsjoner, gjør seg også gjeldende i flaggingsplikten for erververe av større aksjeposter etter vphl. § 4-3 fjerde ledd, jf. første ledd.

²⁷⁷ Oslo Børs, Alt du trenger å vite om Opsjoner, Forwards & Futures s. 4.

²⁷⁸ *ibid.*

²⁷⁹ *ibid.*

²⁸⁰ *ibid.*

²⁸¹ Bergo (2014) s. 50.

²⁸² *ibid.*

²⁸³ *ibid.*

²⁸⁴ Bergo (2014) s. 49.

²⁸⁵ Finantilsynet, Veiledning s. 35.

Forarbeidene har lagt til grunn at «*spesielt utformede panteretter etter omstendighetene vil kunne anses som en "tilsvarende rettighet" som en opsjon*», og dermed falle inn under flaggingsplikten.²⁸⁶ Et godt eksempel fra juridisk teori er «*panteavtaler som er utformet slik at panthaver kan tiltre pantet uten at det foreligger mislighold*».²⁸⁷

Utover nevnte avgrensninger, er det vanskelig å gi en mer presis angivelse av hva som utgjør «*tilsvarende rettigheter*» til opsjonskontrakter etter vphl. § 3-6 annet ledd. Mye kan tale for en konsekvent tolkning av vilkåret, idet tolkningsharmonien i lover bør tilstrebes så langt det forsvarlig lar seg gjøre. Det bemerkes avslutningsvis at de samme hensyn vil gjelde for «*tilsvarende rettigheter*» til terminkontrakter, jf. vphl. § 3-6 annet ledd.

Det følger videre av vphl. § 2-2 femte ledd nr. 1 at «*alle andre avledede kontrakter med fysisk eller finansielt oppgjør som relaterer seg til verdipapirer, valuta, renter, avkastningsmål, andre derivater, finansielle indekser eller finansielle måleenheter*», skal være å anse som derivater.

For det andre inkluderes «*varederivater*» i samlebetegnelsen derivater, jf. vphl. § 2-2 femte ledd nr. 2. Varederivater er derivater der det underliggende aktivum er en vare²⁸⁸, eksempelvis kraft eller olje. Som tidligere nevnt ble lovens definisjon av hva som utgjør finansielle instrumenter endret for å være i overenstemmelse med MiFID, og det «*gjelder særlig i forhold til finansielle varederivater*».²⁸⁹ Varederivater har en egen definisjonsbestemmelse i verdipapirforskriften § 2-1 første ledd, jf. vphl. § 2-2 femte ledd nr. 2. Av vphl. § 2-2 femte ledd nr. 5 følger det at «*andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter*», er ansett for å være derivater og faller således innenfor verdipapirhandelloven kapittel 3. Dette utdypes nærmere i verdipapirforskriften § 2-1 tredje ledd.

²⁸⁶ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 60.

²⁸⁷ Degré (1999) s. 226.

²⁸⁸ Finanstilsynet, Varederivater.

²⁸⁹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 2.2.

Oppgaven må imidlertid avgrenses mot varederivater. Der eksempelvis aksjer og obligasjoner er det underliggende aktivum i derivatet, kan kurssensitiv informasjon om de nevnte instrumenter, eller om utstederselskapet som sådan, være å anse som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 første ledd. Besittelse av slik innsideinformasjon kan lede til misbruk ved handel med derivater, jf. vphl. § 3-3 første ledd.

Når slik informasjon faller inn under legaldefinisjonen i vphl. § 3-2 første ledd, så vil primærinnsideres undersøkelsesplikt gjelde, jf. vphl. § 3-6 første ledd.

For varederivater derimot, vil ikke informasjon om selve varen, for eksempel olje, være å anse som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 første ledd. Det er markedet i sin helhet som sitter på informasjonen om varen, og ikke utstederselskapet, herunder primærinnsidere.

Utstederforetaket vil kun formidle en avtale om kjøp av derivater, der eksempelvis olje er det underliggende aktivum.

Heller ikke vil informasjon om selve utstederselskapet kunne utgjøre innsideinformasjon etter vphl. § 3-2 første ledd. Slik informasjon vil ikke kunne påvirke kursen av det underliggende aktivumet, og dermed derivatet som sådan. Siden varederivater ikke faller inn under vphl. § 3-2 første ledd, vil undersøkelsesplikten således ikke få anvendelse ved primærinnsiderens handel i slike instrumenter.

For det tredje er «*kredittderivater*» å anse som derivater etter vphl. § 2-2 femte ledd nr. 3.

For det fjerde skal «*finansielle differansekontrakter*» utgjøre derivater, jf. vphl. § 2-2 femte ledd nr. 4.

Sist skal «*andre instrumenter ... som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter*», anses for å være derivater, jf. vphl. § 2-2 femte ledd nr. 5.

Det følger av MiFID II art. 51 (6) at ESMA skal utvikle nye tekniske standarder for finansielle instrumenter. ESMA's utarbeidelse av de nye standardene skal oversendes til EU-kommisjonen senest 3. juli 2015, som da har mulighet å vedta standardene på bakgrunn av forordningen²⁹⁰ for ESMA, jf. MiFID II art. 51 (6).

²⁹⁰ ESMA, Establishing regulation.

Av MiFID II art. 51 (6) (a), følger det at ESMA's standarder skal spesifisere hvilke karakteristikk hos de forskjellige finansielle instrumenter som tas i betraktning av regulerte markeder, når de skal vurdere hvorvidt de finansielle instrumentene er utstedt i samsvar med vilkårene i MiFID II art. 51 (1) annet punktum.

ESMA's rapport²⁹¹ om de nye tekniske standardene ble oversendt EU-kommisjonen 19. desember 2014. Hvilken konsekvens nevnte vil få for norsk lovgiving, er det imidlertid for tidlig å trekke noen slutninger om.

4.4.3 Regulerte markeder

Begrepet «*regulert marked*» i vphl. § 3-1 første ledd, er et koblingsord av stor betydning for å avgjøre hvilke rettigheter og plikter finansmarkedets aktører har.²⁹²

Verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd gir anvisning på hva som utgjør et regulert marked. Det følger av bestemmelsen at «*[m]ed regulert marked menes foretak som nevnt*» i børsloven § 3 første ledd. Verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd er i samsvar med MiFID art. 4 (1) nr. 14. I børsloven § 3 første ledd defineres regulert marked som et «*foretak med tillatelse ... som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et*» handelssystem.

Regulerte markeder som ikke er børs, må likevel ha en tillatelse til å drive sin virksomhet, jf. henvisningen i børsloven § 3 første ledd til børsloven § 4, jf. bestemmelsens første ledd.

For handelssystemer som ønsker å operere som børs, kreves det en «*særskilt tillatelse*», jf. børsloven § 3 annet ledd med henvisning til børsloven § 33. Det finnes i dag fire regulerte markeder i Norge. De er Oslo Børs ASA, Nasdaq OMX Oslo ASA (kraftderivater), Norexco ASA (tre- og papirmassederivater) og Fish Pool ASA fiskederivater.²⁹³

²⁹¹ ESMA, Technical Advice on MiFID II and MiFIR.

²⁹² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 190.

²⁹³ Finans Norge, Markedsregler.

Av disse er Oslo Børs den desidert viktigste, og sammen med Nasdaq OMX Oslo de eneste med konsesjon etter børsloven § 33. Oslo Axxess er et undermarked som drives i regi av Oslo Børs, og har som følge «*noe lempeligere vilkår for notering*».²⁹⁴

Handelssystemene må ifølge børsloven § 3 første ledd ha kapasitet for «*regelmessig omsetning*» av de noterte instrumentene. At det som vilkår må kunne foretas «*regelmessig omsetning*» betyr at det regulerte markedet «*fungerer regelmessig*» og at «*enkelt gangs auksjon eller helt sporadiske budrunder*», ikke faller innenfor vilkåret.²⁹⁵²⁹⁶ Det siste vilkåret i børsloven § 3 første ledd er at denne omsetningen er i samsvar med gjeldende rett og «*objektive handelsregler fastsatt av markedet selv*». At handelsreglene skal være objektive, medfører at det er lite rom for skjønnspregede vurderinger. Dette blir understreket ved at det regulerte marked ikke «*skal utøve skjønn med hensyn til hvordan kjøps- eller salgsinteresser sammenkobles*».²⁹⁷ Handelsreglene skal være «*gjennomsiktige og faste*», jf. børsloven § 13 som viser til § 24.

MiFID II medfører ingen forandring i definisjonen av regulert marked, jf. MiFID II art. 4 (1) nr. 21. MiFiD II har tatt hensyn til at mye av dagens handel på regulerte markeder er robotstyrt, og pålegger derfor regulerte markeder en plikt til å ha systemer for elektroniske standarder, systembeskyttelse og kretsbygging, jf. MiFID II art. 48, 49 og 50.

Som nevnt ovenfor, skal ESMA utarbeide nye tekniske standarder, jf. MiFID II art. 51 (6). Standardene skal spesifisere hvilke krav som kan stilles til de finansielle instrumenter som søker opptak på et regulert marked, jf. MiFID II art. 51 (6) (a). Videre skal standardene utdype hvilke mekanismer regulerte markeder må implementere for å kontrollere at utstedere overholder sin informasjonsplikt, jf. MiFID II art 52 (6) (a). Til sist så skal standardene utdype hvilke mekanismer de regulerte markeder må ha på plass for å formidle informasjonen utstederne offentliggjør. Slike vilkår ble først introdusert i MiFID I art. 40, og ble gjennomført i børsloven § 24 fjerde ledd.

Avslutningsvis skal standardene utdype hvilke mekanismer de regulerte markeder må ha for å formidle informasjonen utstederne offentliggjør, jf. MiFID II art. 52 (6) (c).

²⁹⁴ Oslo Børs, Forskjellen mellom Oslo Børs og Oslo Axxess.

²⁹⁵ NOU 1999:3 s. 160.

²⁹⁶ *ibid.*

²⁹⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 190.

4.4.4 Notering

Det følger av § 3-1 første ledd første punktum at kapittel 3 gjelder for finansielle instrumenter som enten *«er eller søkes notert på norsk regulert marked»*.

Alle finansielle instrumenter som listes opp i vphl. § 2-2 kan noteres, jf. børsforskriften § 1 første ledd. Som tidligere nevnt, finner vi reglene om noteringskompetanse i børsløven § 24, som i første ledd krever at et *«[r]egulert marked skal ha regler om opptak av finansielle instrumenter til handel»*. Tilsvarende fremkommer av børsforskriften § 1 annet ledd. Disse reglene må etter børsløven § 24 annet ledd *«sørge for at finansielle instrumenter kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måte»*. Videre må regulerte markeder etter nevnte ledd sørge for at omsettelige verdipapirer slik de er definert i vphl. § 2-2 annet ledd, *«er fritt omsettelige»*. Både børsløven § 24 første og annet ledd gjennomfører MiFID art. 40 nr. 1. At instrumentene er *«fritt omsettelige»* etter børsløven § 24 annet ledd er nærmere utdypet i børsforskriften §§ 6 og 9 for henholdsvis aksjer og obligasjoner.

For derivater som opptas på et regulert marked fastsetter børsløven § 24 annet ledd annet punktum at de må være *«utformet på en slik måte at de legger til rette for en velordnet prisdannelse og effektive oppgjørsbetingelser»*, jf. også MiFID art. 40 nr. 2.

Regulerte markeder er pålagt å oversende sine *«regler og forretningsvilkår, og endringer i disse, til Finanstilsynet»* som kan kreve disse endret dersom de ikke er i samsvar med gjeldende rett, jf. børsløven §§ 22 tredje ledd og 26 og børsforskriften § 1 annet ledd. De regulerte markeder har dermed selv herredømme over vilkårene som må oppfylles for at notering skal kunne inntreffe. Imidlertid må noen minimumskrav oppfylles dersom aksjer ønskes notert på børs, jf. børsforskriften § 4. Det følger av bestemmelsens første ledd at dersom aksjer i allmennaksjeselskap eller deres utenlandske ekvivalenter skal kunne noteres på børs, må de *«antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning»*, jf. børsløven §§ 24 og 34, begges første ledd. Oslo børs har i sine opptaksregler²⁹⁸ fastsatt vilkår for selskaper som ønsker å notere aksjer på nevnte marked.

²⁹⁸ Oslo Børs, Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs.

I de nevnte reglenes punkt. 2.1.1 gjentas vilkåret i børsforskriften § 4 første ledd første og annet punktum om allmenn interesse og regelmessig omsetning. I opptaksreglenes punkt. 2.1.2 pålegges utstederselskapet å være gyldig stiftet, og i samsvar med vedtekter og lov.

Reglenes punkt. 2.2 oppstiller en rekke økonomiske krav til selskapet, i form av markedsverdi, egenkapital, og likviditet, samt visse krav til regnskapelig rapportering. Reglene i punkt. 2.2.1 antar at ved å sette en minimumsgrense på åtte millioner kroner for kursverdien av egenkapitalbevis, vil opptaksvilkåret være i overenstemmelse med børsforskriften § 4 annet ledd. For aksjer er grensen satt til minst 300 millioner kroner, jf. reglenes punkt. 2.2.1. Videre oppstilles det en del krav til selskapets organisering og virksomhet, jf. reglenes punkt. 2.3.

Vphl. § 3-1 første ledd første punktum gjelder som tidligere nevnt også finansielle instrumenter som «*søkes notert*». Ordlyden taler i retning av at det må være sendt en søknad til det regulerte marked. Formkravet på søknaden er imidlertid ikke mulig å utlede av ordlyden isolert. Av hensyn til notoritet, er det nærliggende å legge til grunn at søknaden må være skriftlig.

Forarbeidene legger til grunn «*at det må være sendt en formell, skriftlig søknad om notering*», for at et finansielt instrument skal anses for å ha blitt søkt notert.²⁹⁹ Tidspunktet for søknaden er dermed avgjørende idet bestemmelsen ikke vil gjelde før en søknad er sendt.³⁰⁰

Avslutningsvis inkluderer vphl. § 3-1 første ledd finansielle instrumenter som «*søkes notert*». Det betyr at emisjonstegning før notering (initial public offering), spredningssalg og handel som inntreffer etter søknad om notering, vil være omfattet av bestemmelsen.³⁰¹

²⁹⁹ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 14.

³⁰⁰ Michaelsen (2008) note 41.

³⁰¹ Bergo (2014) s. 277.

5 Primærinnsideres undersøkelsesplikt

5.1 Introduksjon

Det følger av vphl. § 3-6 første ledd første punktum at undersøkelsesplikten kun gjelder for de finansielle instrumenter som selskapet selv har utstedt. Slik lovbestemmelsen er utformet, er ikke en primærinnsider pliktet til å foreta en «*forsvarlig undersøkelse*» ved handel av finansielle instrumenter utstedt av andre foretak på markedet. Unntaket vil her være for konserntilknyttede aktører, jf. første ledd siste punktum. Dette unntaket er nærmere behandlet i oppgavens punkt. 4.2.1.

5.2 Handel

5.2.1 Tegning, kjøp, salg eller bytte

Verdipapirhandelloven § 3-6 første ledd første punktum pålegger personer som anses som primærinnsidere en undersøkelsesplikt, før de «*foretar eller tilskynder til tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket*».

Vilkårene «*foretar*», «*tilskynder til*», «*tegning*», «*kjøp*», «*salg*» eller «*bytte av*» i vphl. § 3-6 er tilnærmet identiske med vilkårene etter vphl. § 3-3 første ledd. Det betyr at de også skal tolkes likt, basert på samme rettskildegrunnlag og momenter. Den eneste forskjellen vil være hvem vilkårene er rettet mot. Mens resten av lovens kapittel har en vid personkrets som retter seg mot «*[d]en*» eller «*noen*», altså enhver med innsideinformasjon, vil vilkårene i vphl. § 3-6 første og annet ledd rette seg utelukkende mot primærinnsidere.

Med «*tegning*» menes når primærinnsideren er rettslig bundet av tegningen gjennom avtale, altså tegningstidspunktet.³⁰² Tilsvarende vil «*kjøp*» og «*salg*» være «*foretatt når avtale er sluttet*».³⁰³ Det må her likevel avgrenses mot forhandlinger som ikke er forpliktende. Som eksempel kan det nevnes tilfeller der en medkontrahent klargjør at forhandlingen er uforpliktende, ved en såkalt "memorandum of understanding".

Ordlyden «*bytte*» av finansielle instrumenter er en presisering.³⁰⁴ Uavhengig av vederlagets art vil ethvert kjøp og salg falle inn under «*bytte*».³⁰⁵ Listen er uttømmende, og det må dermed avgrenses mot andre disposisjoner. Innsidehandelsforbudet vil ikke gjelde der et finansielt instrument skifter eier ved gave, arv eller skifte.³⁰⁶

5.2.2 Foretagelse

En alminnelig språklig tolkning av ordlyden «*foretar*» vil kunne peke i retning av at det kun er tilfeller der primærinnsideren selv gjennomfører handelen, som oppfyller vilkåret i vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Dette blir imidlertid en litt for snever forståelse av vilkåret. Selv om det ikke følger direkte av lovens ordlyd, har Finanstilsynet lagt til grunn at undersøkelsesplikten aktiveres uavhengig av om primærinnsideren ønsker å foreta en handel for egen eller fremmed regning, og i eget eller fremmed navn.³⁰⁷ Den samme oppfatningen følger av juridisk teori.³⁰⁸

Med eget navn, menes at navnet til primærinnsideren blir listet i transaksjonen. Ved handel i fremmed navn er det parten, f. eks et verdipapirforetak gjennom en megler eller annen ansatt i utstederforetaket, som utfører selve oppdraget etter instruks fra primærinnsideren, som står oppnevnt som handler i transaksjonen.³⁰⁹

³⁰² Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.3.1.

³⁰³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 29.

³⁰⁴ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.3.1.

³⁰⁵ *ibid.*

³⁰⁶ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.3.2.

³⁰⁷ Veiledning fra Finanstilsynet (2014) s. 26.

³⁰⁸ Bechmann (2002) s. 111.

³⁰⁹ Oslo Børs, Vedtak & Sirkulærer 1998 nr. 6 s. 6.

Tilsvarende vil handel for egen regning innebære en disposisjon foretatt for primærinnsideren selv, og ikke for vedkommendes foretak eller foretakets kunder. Sistnevnte regnes som å handle i fremmed regning. I alle ovennevnte former for foretagelse vil primærinnsideren ha en undersøkelsesplikt, jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. For de tilfeller der handelen skjer for primærinnsiderens regning, men uten at det var ham som besluttet handelen, vil vedkommende kun straffes for overtredelse av undersøkelsesplikten dersom han i det minste har opptrådt uaktsomt, jf. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2.

Som nevnt vil undersøkelsesplikten fortsatt foreligge selv der det handles i fremmed regning.³¹⁰ At handel foretatt i eget navn, men for fremmed regning, dekkes av undersøkelsesplikten, kan begrunnes med at direkte økonomisk gevinst ikke er den eneste potensielle vinningen av ulovlig innsidehandel. I Rt. 2013 s. 1197 uttalte førstvoterende i avsnitt 45 at selv om den domfelte aksjemegleren ikke fikk noen direkte økonomisk gevinst, kunne overtredelsen av forbudet mot innsidehandel medføre en *«utsikt til en viss langsiktig inntektsøkning som følge av at domfelte ville oppnå bedre goodwill hos kundene ved å gi dem «gullkantede» råd, noe som igjen ville øke sjansene for flere oppdrag og økte kurtasjeinntekter»*. Selv om dommen gjaldt brudd på misbruk av innsidehandel, må de samme hensyn også kunne gjøre seg gjeldene for primærinnsideres undersøkelsesplikt.

5.2.3 Tilskyndelse

De samme betraktninger gjelder også dersom primærinnsideren *«tilskynder til»* handel, jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Oppfordring til andre aktører om å foreta en handel e.l. vil rammes av forbudet mot tilskyndelse. Dette, uavhengig av om aktøren som aktivt foretar handelen får faktisk kjennskap til de aktuelle innsideopplysningene.³¹¹ På lik linje med en gjennomført ulovlig transaksjon, vil et forsøk på å foreta eller tilskynde til en ulovlig handel være straffbart, jf. straffeloven § 49.³¹²

³¹⁰ Finanstilsynet, Veiledning s. 26.

³¹¹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.4.

³¹² Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.3.1.

Derimot vil ikke forbudet ramme rådgivning om å avstå fra handel.³¹³ Det er rådgivningsforbudet i vphl. § 3-7, som vil kunne fange opp slike tilfeller.³¹⁴ Av vphl. § 3-7 følger et forbud mot rådgivning for «[d]en som har innsideinformasjon». Ordlyden «[d]en» viser at forbudet retter mot at enhver som er i besittelse av innsideinformasjon, primærinnsidere inkludert. Både aktøren som vet eller burde vite at han besitter innsideinformasjon, rammes av bestemmelsen.³¹⁵ Det betyr at ikke bare er det ulovlig å råde noen til å handle, men likeledes vil rådgivning om å avstå fra å handle, utgjøre et brudd på vphl. § 3-7.³¹⁶ Det er uten betydning hvorvidt mottaker faktisk velger å følge rådet.³¹⁷ Formidleren av rådet kan likefullt straffes.³¹⁸ Av forarbeidene til 1997-loven følger det at dersom «vilkårene for straff er oppfylt for begge straffebud», herunder vphl. §§ 3-3 og 3-7, «antar departementet at det kun kan ilegges straff for overtredelse av forbudet mot innsidehandel, dvs. at innsidehandelforbudet vil konsumere rådgivningsforbudet».³¹⁹³²⁰

5.2.4 Inngåelse

Verdipapirhandelloven § 3-6 annet ledd pålegger videre den samme undersøkelsesplikt som etter første ledd. Første og annet ledd er med andre ord svært like og retter seg mot de samme aktørene, herunder selskapets primærinnsidere. Som nevnt retter første ledd seg mot «tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter». Annet ledd er således en utvidelse av første ledd, idet førstnevnte ledd retter seg mot «inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjons- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til finansielle instrumenter».

³¹³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 41.

³¹⁴ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.4.

³¹⁵ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 46.

³¹⁶ *ibid.*

³¹⁷ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 8

³¹⁸ *ibid.*

³¹⁹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 41.

³²⁰ *ibid.*

Det må antas at de samme tolkningskriterier gjelder her som etter vphl. § 3-2 første ledd. «*[I]nngåelse*» knytter seg spesielt til derivater. Dette begrunnes med at det er selve inngåelsen av avtalen som utgjør kjøpet eller salget.³²¹ En slik avtale om «*inngåelse*» skal således likestilles med kjøp eller salg av det underliggende finansielle instrument.³²²

5.3 Undersøkelsen

5.3.1 Introduksjon

Undersøkelsesplikten gjelder kun «*opplysninger som nevnt i § 3-2 om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket*», jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Det følger av vphl. § 3-2 første ledd at innsideinformasjon defineres som informasjon vedrørende finansielle instrumenter som selskapet utsteder, informasjon om utstederen selv, eller «*andre forhold*».

5.3.2 Innsideinformasjon

Med innsideinformasjon menes «*presise opplysninger ... som er egnet til å påvirke kursen ... merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*», jf. vphl. § 3-2 første ledd.

Annet ledd i samme bestemmelse gir en utfyllende definisjon av begrepet «*presise opplysninger*». Med det «*menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene*».

³²¹ NOU 1996:2 s. 47.

³²² NOU 1996:2 s. 58.

En naturlig språklig forståelse av ordlyden «*presise opplysninger*» isolert sett, tilsier i seg selv at ikke alle former for opplysninger, tilknyttet selskapet, skal anses som innsideinformasjon.³²³ Opplysningene må være objektivt nøyaktige og sikre.³²⁴ Innholdet av opplysningen kan ikke være basert på et usikkert grunnlag, det må være av en konkret støpning.³²⁵ Som følge av det nevnte, vil «*rykter, spekulasjoner og andre markedsforventninger*» falle utenfor bestemmelsens virkeområde.³²⁶

På den andre siden er det ikke et krav om at opplysningen må være fullstendig riktig.³²⁷ Reed kommer med det eksempel at «*[e]n opplysning om at ledelsen i en legemiddelbedrift mener at forskningsavdelingen har løst kreftgåten, vil kunne ha betydning for kursen selv om det senere viser seg å være feil.*»³²⁸

Det kan her trekkes to yttergrenser.³²⁹ På den ene siden vil spekulasjoner, rene antagelser og rykter klart falle utenfor, mens konkrete faktabaserte opplysninger vil falle innenfor ordlyden «*presise opplysninger*» vphl. § 3-2 annet ledd jf. første ledd.³³⁰ Slik annet ledd er utformet, snevres begrepet «*presise opplysninger*» noe mer inn, enn det en alminnelige språklig forståelse kan gi inntrykk av.³³¹ Graden av objektivitet blir med andre ord noe modifisert.³³²

Ifølge lovens ordlyd er det tilfredsstillende at opplysningen «*indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter*» allerede har inntruffet, eller med rimelighet kan forventes å inntreffe, jf. vphl. § 3-2 annet ledd første punktum. Med det må opplysningen være «*tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen*» den vil ha på kursen.

³²³ Svedberg (2007) s. 132.

³²⁴ *ibid.*

³²⁵ *ibid.*

³²⁶ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 26.

³²⁷ *ibid.*

³²⁸ Reed (1996) s. 125.

³²⁹ Svedberg (2007) s. 132.

³³⁰ *ibid.*

³³¹ Svedberg (2007) s. 133.

³³² Svedberg (2007) s. 132.

Opplysningene må videre vektlegges, i lys av deres nærhet til kildene.³³³ Som eksempel fra Finanstilsynet «*vil utfallet av vurderingen kunne være annerledes for opplysninger som kommer fra selskapets direktør, enn for opplysninger som kommer fra andre*».³³⁴ Nevnte eksempel bygger på en dom fra Oslo tingrett, der retten la til grunn at en oppfordring fra markedssjefen i et selskap, om å selge aksjer på grunn av en fremtidig dårlig nyhet, var å anse som innsideinformasjon.³³⁵

Videre må informasjonen være «*egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart*», for at det skal foreligge innsideinformasjon, jf. bestemmelsens tredje ledd. Tredje ledd i vphl. § 3-2 presiserer hva som menes med vilkåret «*merkbart*». Etter bestemmelsen vil vilkåret være oppfylt ved forekomsten av «*opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning*».

Det er på det tidspunkt før opplysningen er allment kjent, og med det diskontert i kursen, at vurderingen av opplysningens mulige kurspåvirkning må skje.³³⁶ I denne vurderingen skal alle markedssvariabler tas i betraktning.³³⁷ Ofte vil vurderingen «*måtte basere seg på hvilken betydning den aktuelle opplysningen erfaringsmessig har på kursen dersom den ble kjent i markedet*».³³⁸

Innsideinformasjon kan oppstå selv om det ikke foreligger en styrebeslutning eller annen konkluderende avgjørelse.³³⁹ Et slikt tilfelle kan være den utviklingsprosess som oppstår i forbindelse med fremforhandlingen av en kontrakt.³⁴⁰ I løpet av fremforhandlingen kan det oppstå kurssensitive begivenheter.³⁴¹ Dette vil klart utgjøre et kurspåvirkningspotensial, og dermed kan innsideinformasjon oppstå før en slutført fremforhandling.³⁴²

³³³ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 3.3.1.

³³⁴ *ibid.*

³³⁵ TOSLO-2003-18037.

³³⁶ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 3.3.2.

³³⁷ *ibid.*

³³⁸ *ibid.*

³³⁹ *ibid.*

³⁴⁰ *ibid.*

³⁴¹ *ibid.*

³⁴² *ibid.*

Dersom det slås fast at innsideinformasjon foreligger, er dette i seg selv ikke et lovbrudd. Så lenge aktøren ikke videreformidler informasjonen til en annen part, eller selv utnytter den, har intet ulovlig skjedd. For at ulovlig innsidehandel skal foreligge, må det foretas en konkret handling.

Det ble innledningsvis nevnt ovenfor at forekomsten av innsideinformasjon «*om de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket*», er et vilkår for at undersøkelsesplikten skal gjelde, jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Vilkårene er alternative, i den forstand at undersøkelsesplikten inntreffer såfremt et av dem er oppfylt.

Hva gjelder innsideinformasjon «*om de finansielle instrumentene*» til utstederforetaket, må ikke slike opplysninger nødvendigvis ha originert innenfor utstederselskapets vegger, de kan også stamme fra ytre stimuli. Dette vil eksempelvis medføre at «*informasjon om et forestående oppkjøpstilbud av selskapets aksjer*», er innbefattet av ordlyden i bestemmelsen.³⁴³

Tilsvarende vil innsideopplysninger om utstederforetaket, jf. ordlyden «*utstederen av disse*», for eksempel selskapets kvartalstall og årsregnskap, være omfattet av undersøkelsesplikten, jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Videre vil utviklinger i selskapet, eksempelvis et gjennombrudd i et forskningsprosjekt som kan lede til merkbare kursendringer, falle inn under bestemmelsen. Det ovennevnte forutsetter imidlertid at opplysningene ikke er kjent på markedet.

Om informasjonen er «*offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet*», vil det ikke være å anse som innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2 første ledd. Typisk vil opplysninger gjøres tilgjengelig via informasjonssystemer, som for eksempel børsens meldingssystem, eller gjennom media.³⁴⁴ Spørsmålet som må stilles er hvorvidt opplysningene skal anses som offentlig tilgjengelige, uten hensyn til hvordan dette har skjedd.³⁴⁵

³⁴³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

³⁴⁴ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 3.2.

³⁴⁵ *ibid.*

Verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd definerer også opplysninger om «*andre forhold*» som innsideinformasjon. Vilkåret retter seg mot en bredere kategori av opplysninger som er kurssensitive.³⁴⁶ Som eksempel vil utstederforetaket være underlagt rammebetingelser av myndighetene.³⁴⁷ Informasjon som vedrører slike endringer om myndighetsutøvelse, er eksempelvis opplysninger om handelsboikotter, import- og eksportforbud eller annen utøvelse av offentlige myndigheter.³⁴⁸ Tilsvarende vil planer om endringer i de myndighetspåvirkede rammevilkårene som gjelder utstederforetaket, anses som «*andre forhold*».³⁴⁹

Videre avgrenses undersøkelsesplikten mot opplysninger som ikke kan anses å ha bli mottatt av noen på selskapets vegne.³⁵⁰ Primærinnsideren vil likevel være forhindret, etter vphl. § 3-3 første ledd, fra å kunne gjennomføre transaksjoner som nevnt i vphl. § 3-6 første ledd første punktum, om vedkommende selv sitter på informasjon om «*andre forhold*» som er kurssensitive.

Når vphl. § 3-6 første ledd første punktum kun krever at det undersøkes hvorvidt informasjon finnes om finansielle instrumenter eller selskapet, avgrenses det dermed mot «*andre forhold*», som faller utenfor undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd.

Som nevnt gjelder plikten før primærinnsiderne «*foretar eller tilskynder*», jf. vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Grunnen til at plikten må gjennomføres før primærinnsidere foretar eller tilskynder, er at vphl. § 3-6 er en preventiv bestemmelse som har til hensikt å forhindre illegal innsidehandel.³⁵¹ Dersom den forsvarlige undersøkelsen medfører at primærinnsideren blir klar over at innsideinformasjon foreligger, vil vedkommende være avskåret fra å foreta eller tilskynde til en av de transaksjonene som er nevnt i vphl. § 3-6 første ledd første punktum. Mer problematisk blir det om primærinnsideren får innsideopplysninger etter at undersøkelsen har blitt foretatt.

³⁴⁶ Bechmann (2002) s. 89.

³⁴⁷ *ibid.*

³⁴⁸ *ibid.*

³⁴⁹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

³⁵⁰ *ibid.*

³⁵¹ Bechmann (2002) s. 114.

Om primærinnsideren får innsideopplysninger om det aktuelle verdipapiret etter at ordren er lagt inn, plikter han i utgangspunktet å trekke ordren.³⁵² Her må det imidlertid vurderes hvorvidt slik tilbakekallelse er mulig. Lar tilbakekallelsen seg ikke gjøre, for eksempel ved at forvalter ikke er å få tak i, med den konsekvens at transaksjonen blir gjennomført, foreligger det heller ikke skyld, og straff kan ikke pådømmes.³⁵³ Tilsvarende må primærinnsideren vurdere om innsideopplysninger kan spres dersom en ordre blir tilbaketrukket uten en forklaring til forvalter.³⁵⁴

Her vil primærinnsiderens taushetsplikt etter vphl. § 3-4 første ledd, gå foran vphl. § 3-3, og da kan det ikke regnes som misbruk om primærinnsideren forblir taus og lar transaksjonen gjennomføres.³⁵⁵

5.3.3 Taushetsplikten

Verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd pålegger «*[d]en som har innsideinformasjon*» et forbud mot å formidle innsideinformasjonen til en «*uvedkommende*». Dette er en generell forbudsregel, som retter seg mot enhver, jf. ordlyden «*[d]en*» i nevnte ledd. Vedkommende skal etter annet ledd første punktum påse at de ved håndteringen av informasjon som nevnt i første ledd, viser «*tilbørrlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes*». Selskaper som har slik informasjon som nevnt i første ledd, er etter annet ledd annet punktum pålagt å «*ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon*». Ved at foretakene er pålagt å opprette sikre interne rutiner om håndtering av innsideinformasjon og følger dem, vil dermed muligheten for lekkasje av informasjon i stor grad reduseres, jf. vphl. § 3-4 annet ledd. På denne måten kan flere investorer i samme foretak sitte med ulik innsideinformasjon, uten at det begås lovbrudd.³⁵⁶ Bestemmelsens første ledd vil bli behandlet nærmere i oppgavens punkt om klarering.

³⁵² NOU 1996:2 s. 58.

³⁵³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 29.

³⁵⁴ Bergo (2014) s. 296.

³⁵⁵ *ibid.*

³⁵⁶ Bergo (2014) s. 180.

5.3.3.1 Informasjonsplikt

Verdipapirhandelloven § 3-6 første og annet ledd må ses i sammenheng med den løpende informasjonsplikt som selskapet har etter samme lovs kapittel 5. Av vphl. § 5-2 første ledd følger det at selskapet pålegges å «*uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder*». Imidlertid kan innsideinformasjon foreligge selv om den ikke «*direkte angår utsteder*».

Videre kan det finnes forretningsmessige velbegrunnede interesser hos selskapet, som etter selskapets mening legitimerer en utsettelse av innsideinformasjonen etter vphl. § 5-3. Hva som kan sies å utgjøre slike «*legitime interesser*», jf. vphl. § 5-3 første ledd, er ikke uttømmende angitt av bestemmelsen. Av vphl. § 5-3 annet ledd følger det imidlertid to eksempler.

For det første vil slike «*legitime interesser*» etter vphl. § 5-3 første ledd, som begrunner utsettelsen, kunne være «*pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter*», som vil få et forrykket gjennomføringsløp dersom informasjonen offentliggjøres, jf. vphl. § 5-3 annet ledd nr. 1. Det nevnte ledd oppstiller et praktisk eksempel, «*der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent*». Dersom offentliggjøring av innsideinformasjon vil kunne komme aksjeeiere eller kreditorer til skade «*ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon*», kan offentliggjøring utsettes. En typisk situasjon er der et selskap med dårlig likviditet er i forhandlinger med et annet selskap om fusjon.

For det andre kan slike interesser manifestere seg ved beslutninger eller kontrakter som er avhengige av «*godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering*», jf. vphl. § 5-3 annet ledd nr. 2. Utsettelse i de nevnte tilfellene krever i tillegg til vilkåret om at de må bygge på «*legitime interesser*», at «*allmennheten ikke villedes av utsettelsen*», jf. vphl. § 5-3 første ledd første punktum. For vphl. § 5-3 annet ledd nr. 2 sin del blir det som eksempel nevnt at allmennheten vil kunne få feil oppfatning av forholdet, dersom en avtale som mangler godkjenning blir offentliggjort.

Det siste vilkåret som må oppfylles er at informasjonen kan «*behandles konfidensielt*», jf. vphl. § 5-3 første ledd første punktum med henvisning til taushetsplikten i vphl. § 3-4.

Dersom informasjonen ikke kan «*behandles konfidensielt*», kan heller ikke utsteder rettferdiggjøre en utsettelse etter vphl. § 5-3 første ledd. Hvis utstederen etter utsettelse av informasjonen har grunn til å tro at den «*er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende*», må «*utsteder uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre*» informasjonen, jf. vphl. § 5-3 fjerde ledd.

Det er likevel opp til den enkelte utsteder å avgjøre hvorvidt de mener at vilkårene for utsettelse er tilstede, og om utsettelse skal skje. Når utsteder velger å utsette offentliggjøring, skal det etter verdipapirhandelforskriften § 5-1 «*uoppfordret og umiddelbart gis*» beskjed til det regulerte marked om situasjonen, og grunnen til utsettelsen. Det er opp til de regulerte markeder å reagere hvis de mener at misbruk av utsettelse foreligger. Slik reaksjon kan etter børsloven § 31 resultere i at utstederen blir ilagt et overtredelsesgebyr. Når offentliggjøring av innsideinformasjon blir utsatt, medfører det en forlengelse av den perioden der innsideinformasjonen kan bli misbrukt av primærinnsidere. I et slikt tilfelle kan undersøkelsesplikten etter vphl. § 3-6 første og annet ledd fange opp skadelig atferd i forbindelse med utsettelse av innsideinformasjon. Verdipapirhandelloven § 3-6 første og annet ledd kan dermed fungere som en sikkerhetsventil for primærinnsidere som ønsker å handle, men som er usikre på hvorvidt utsatt informasjon skal anses som innsideinformasjon i lovens forstand. På denne måten bidrar vphl. § 3-6 første og annet ledd til at primærinnsidere må undersøke hvorvidt innsideinformasjon foreligger før de eventuelt kan handle i selskapet.

5.3.4 Forsvarlig undersøkelse

5.3.4.1 Introduksjon

Hovedvilkåret i vphl. § 3-6 første ledd første punktum er primærinnsiderens plikt til å foreta en «*forsvarlig undersøkelse*». Kort sagt skal en primærinnsider i gitte tilfeller undersøke hvorvidt det finnes innsideopplysninger i foretaket, som er av kurssensitiv art. Hvordan en slik undersøkelse skal gjennomføres, for å oppfylle forsvarlighetskriteriet, vil i det følgende fremgå av oppgaven.

5.3.4.2 Generelt om undersøkelse

En plikt til å foreta en undersøkelse bør ikke virke fremmed for selskaper. I kjøpsretten foreligger det en plikt til å undersøke kontraktsgjenstanden. Dersom plikten ikke er overholdt, kan kjøper etter overlevering komme i en situasjon, der han er avskåret fra å gjøre gjeldende innsigelser mot kontraktsgjenstandens beskaffenhet. Dette fremkommer av kjl. § 20 annet ledd. Det er ikke kun i privatretten vi finner lovfestede undersøkelsesplikter. I det offentlige har forvaltningen en generell plikt til å undersøke forhold før den treffer et enkeltvedtak vedrørende planer, søknader m.v., slik at den aktuelle saken «*er så godt opplyst som mulig*», jf. forvaltningsloven³⁵⁷ (heretter fvl.) § 17 første ledd. På enkelte områder innenfor forvaltningsretten foreligger det, i tillegg til den generelle undersøkelsesplikten i fvl. § 17 første ledd, en mer spesifikk undersøkelsesplikt. Eksempelvis plikter forvaltningen å undersøke hvorvidt offentlige eller private tiltak kan påvirke fredete kulturminner, jf. kulturminneloven³⁵⁸ § 9. Begrepet undersøkelsesplikt har således lenge vært et godt kjent begrep i norsk rett.³⁵⁹

5.3.4.3 Forsvarlig

Vilkåret om «*forsvarlig undersøkelse*» i vphl. § 3-6 første ledd første punktum, byr på to problemstillinger. For det første, hva ligger i ordlyden «*forsvarlig*». For det andre, hva skal til for at en undersøkelse skal anses som «*forsvarlig*» utført.

Dersom det er på det rene at det overhode ikke har blitt foretatt noen form for undersøkelse, vil undersøkelsesvilkåret og således bestemmelsen ikke by på noen problemer. I et slikt tilfelle er det innlysende at bestemmelsen ikke har blitt overholdt. Det må altså ha blitt foretatt en eller annen form for undersøkelse, for at man skal kunne vurdere hvorvidt forsvarlighetsvilkåret er oppfylt.

³⁵⁷ Forvaltningsloven.

³⁵⁸ Kulturminneloven.

³⁵⁹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

Ordlyden «forsvarlig» er ikke intuitivt selvforklarende. En alminnelig språklig forståelse av vilkåret taler for at undersøkelsen må være av et visst omfang. Hvor vilkårets øvre og nedre grense skal trekkes, er imidlertid vanskelig å utlede direkte av ordlyden. Tilsvarende er bestemmelsen taus om hvilke momenter som inngår i vurderingen av vilkåret. Som en konsekvens vil tolkningen av vilkåret «forsvarlig», måtte utledes av andre rettskilder.

5.3.4.4 Momenter i undersøkelsen

Forsvarlighetskriteriets rammer kan ikke angis uttømmende.³⁶⁰ Det finnes heller ingen enkeltstående liste over momenter av avgjørende betydning ved tolkingen av «forsvarlig». Denne oppgaven vil likevel forsøke å konkretisere vilkårets rammer, herunder de momenter som vil være av betydning. Hvorvidt primærinnsideren kan sies å ha foretatt en «forsvarlig undersøkelse», vil således bero på en konkret «skjønnsmessig vurdering, der vedkommendes tilknytning til foretaket, og den forestående transaksjonens art og størrelse, vil være momenter av betydning».³⁶¹

I det følgende vil oppgaven redegjøre for ulike momenter som bør inngå i en «forsvarlig undersøkelse». Det foreligger intet fasitsvar på hvordan en primærinnsider skal påbegynne undersøkelsen, idet ulike forhold tilsier ulik fremgangsmåte for undersøkelsen.

5.3.4.4.1 Ansvarsområde

I kraft av sin stilling vil som regel en primærinnsider bli tildelt et ansvarsområde. Et moment i undersøkelsen vil dermed være hvorvidt det foreligger innsideinformasjon i forbindelse med pågående saker som faller inn under vedkommendes ansvarsområde. Tilsvarende vil gjelde for alle saker primærinnsideren «vet han skal være med å behandle».^{362 363}

³⁶⁰ Bechmann (2002) s. 115.

³⁶¹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

³⁶² Bechmann (2002) s. 115.

³⁶³ *ibid.*

Dersom det avdekkes innsideopplysninger som omhandler «*de finansielle instrumentene eller utstederen av disse i foretaket*», vil primærinnsideren være avskåret fra å handle, jf. vphl. §§ 3-3 første ledd og 3-6 første ledd forutsetningsvis.

Et lignende moment er der utstederselskapet har rapporteringsrutiner som skal sikre at primærinnsideren mottar informasjon, om hvorvidt det foreligger innsideopplysninger på vedkommendes ansvarsområde. I slike tilfeller må primærinnsideren påse at rutinene fungerer tilstrekkelig, og at han tilegner seg den informasjon som blir formidlet.

Momentet kan minne om det første punktet i anbefalingen til forsvarlighetsnormen³⁶⁴ fra 1992, der det fremkom i det tilhørende høringsbrevet at de underordnede skulle bli instruert i å «*uten ugrunnet opphold ... meddele alle opplysninger*» som kunne anses som kurssensitive.³⁶⁵

5.3.4.4.2 *Utviklingsstatus*

Foretak som utsteder finansielle instrumenter på regulerte markeder vil som regel være av en viss størrelse. Det er trolig at foretaket internt vil være bygd opp av mange mindre avdelinger, med hvert sitt kompetanseområde. I denne type tilfeller vil innsideinformasjon i en avdeling kunne medføre handelsforbud for en primærinnsider fra en annen. Innsideopplysninger kan her avdekkes ved å undersøke utviklingsstatus på prosjekter som kan være av en kurssensitiv art.³⁶⁶ Dette gjøres ved at primærinnsideren forhører seg hos rette vedkommende innen selskapet.³⁶⁷ Momentet er i all hovedsak en videreføring av anbefalingens punkt 3 til forsvarlighetsnormen³⁶⁸ av 1992. Klarerer skulle, hvis han var «*klar over at en utvikling påg[ikk] innen foretaket ... som k[unne] føre til kurssensitiv informasjon*», undersøke utviklingen for å avklare hvorvidt innsideinformasjon forelå.³⁶⁹

³⁶⁴ Klareringsforskriften.

³⁶⁵ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 3.

³⁶⁶ Bechmann (2002) s. 115.

³⁶⁷ *ibid.*

³⁶⁸ Klareringsforskriften.

³⁶⁹ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 3.

En viktig problemstilling er hvilken utstrekning undersøkelsesplikten skal ha før primærinnsideren anses som «uvedkommende» etter vphl. § 3-4. Dette vil bli nærmere behandlet under klareringspliktmomentet nedenfor.

5.3.4.4.3 Post

Ved vurderingen av om det har blitt foretatt en «forsvarlig undersøkelse», vil undersøkelse av post utgjøre et viktig moment.³⁷⁰ Som nevnt i oppgavens innledning, ble dette momentet allerede i 1992 ansett av Finansdepartementet som ett av de fire punktene som avgjorde om undersøkelsesplikten «normalt vil være oppfylt».³⁷¹ Selv om dagjeldende punkt rettet seg mot en klarerer, har momentet blitt videreført og er dermed fortsatt relevant. Mer presist bør primærinnsideren undersøke «*hvorvidt han har uavhentet og/eller uåpnet post*», og sørge for å gjennomgå slik post.³⁷² Både elektronisk post, herunder e-post, og mer konvensjonell post som brev e.l. skal gjennomgås.³⁷³

5.3.4.4.4 Offentlig kjent

Et moment som vil være avgjørende er hvorvidt kurssensitiv informasjon er offentliggjort. Om undersøkelsen har ledet til opplysninger som kan være kurssensitive, vil de likevel ikke utgjøre innsideinformasjon såfremt de har blitt offentliggjort, jf. ordlyden i vphl. § 3-2 første ledd. For primærinnsideren vil det her være gunstig å sjekke mot eksterne formidlingsinstitusjoner, som f. eks børsens informasjonssystem.³⁷⁴ Dette er nok et moment som vil være mest hensiktsmessig å undersøke parallelt med de øvrige momentene.

³⁷⁰ Bechmann (2002) s. 115.

³⁷¹ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 3.

³⁷² *ibid.*

³⁷³ Bechmann (2002) s. 115.

³⁷⁴ *ibid.*

5.3.4.4.5 Klarering

Som nevnt tidligere, ble klareringsplikten i verdipapirhandelloven av 1985 § 1-8, avskaffet ved ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 1997. Lovendringen ser imidlertid ikke ut til å ha skadet klareringsplikten nevneverdig. Som oppgaven i det følgende vil gjøre rede for, kan mye tale for at klareringsplikten fortsatt lever i beste velgående.

Nøyaktig hvor mange utstederforetak som har klareringsrutiner og som faktisk praktiserer disse, er ukjent. Imidlertid har mange utstederforetak fortsatt klareringsansvarlige, og en rekke internrutiner anser det fortsatt som nødvendig for primærinnsideren å søke om klarering, for at forsvarlig undersøkelse skal foreligge.³⁷⁵ Andre foretak avgrenser klareringen til først å gjelde ved tvilstilfeller. I slike tilfeller bør primærinnsideren formidle saken til selskapets klareringsansvarlig.

At godkjent klarering fra klareringsansvarlig er viktig, er det liten tvil om. Som følge av den rådende oppfatningen blant noterte selskaper, kan det utledes at dersom klareringsforespørselen blir avvist, vil primærinnsideren være avskåret fra å handle.³⁷⁶ Dette vil presumtivt gjelde, til tross for at undersøkelsen ville bli ansett som forsvarlig etter lovens forstand. Det er med andre ord ingenting i veien for at utstederforetak oppretter strengere regelverk enn det loven pålegger.

Hvordan en klareringsforespørsel skal utformes vil være opp til foretaket. Det er nærliggende å tro at selskapet, av hensyn til effektivitet, har utarbeidet et standarddokument for nevnte forespørsel.

Dokumentet blir så sendt til klareringsansvarlig, som behandler anmodningen. Som regel vil klareringsansvarlig være en person i foretakets ledelse, eksempelvis administrerende direktør eller konsernsjefen.³⁷⁷ Om det er klareringsansvarlig som selv ønsker å handle, vil vedkommende naturlig nok være inhabil til å klarere seg selv.

³⁷⁵ Eksempelvis Sparebank 1 (2005), Innsideregulverk s. 3 og NorgesGruppen (2013), Retningslinjer for innsideinformasjon.

³⁷⁶ *ibid.*

³⁷⁷ *ibid.*

I et slikt tilfelle vil klareringskompetansen bli overført til en annen kompetent person, som oftest styreleder eller annen innsideansvarlig.³⁷⁸ Tilsvarende vil være hovedregelen for primærinnsidere ved klareringsansvarliges fravær.³⁷⁹

Der utstederforetaket pålegger primærinnsideren en form for klareringsplikt, blir spørsmålet hvorvidt klareringsansvarlig skal foreta en like omfattende undersøkelse. Her finnes det ikke et entydig fasitsvar. I praksis vil nok klarerer ofte måtte gjennomføre en selvstendig undersøkelse på lik linje med den undersøkelsen primærinnsideren har foretatt. Et greit utgangspunkt følger av "Retningslinjer for innsideinformasjon i NorgesGruppen". I retningslinjene fremkommer det at *«[k]larering skal gis dersom den klareringsansvarlige finner at det ikke foreligger kurssensitiv innsideinformasjon i Selskapet, eller- dersom slik informasjon foreligger – at den som søker klarering ikke har eller vil få tilgang til slik informasjon.»*³⁸⁰ Tilsvarende bør også klareringsansvarlig informeres, dersom primærinnsideren er usikker på om klarerer er kjent med at primærinnsideren er i besittelse av innsideopplysninger³⁸¹.

En problemstilling som kan reises i kjølvannet av det ovennevnte, er grensegangen mellom primærinnsiderens *«forsvarlig undersøkelse»* og klarerers taushetsplikt etter vphl. § 3-4 første ledd.

Etter bestemmelsens første ledd, er det forbudt å gi *«uvedkommende»* innsideinformasjon. Vilårsbegrepet har imidlertid ingen legaldefinisjon, og personkretsen som blir rammet er med det ikke uttømmende. Av forarbeidene følger det at et ansettelsesforhold på generell basis ikke automatisk gjør den ansatte til *«rette vedkommende»*.³⁸² Hvorvidt vedkommende skal være berettiget til innsideopplysninger, vil således måtte avgjøres på bakgrunn av om stillingen tilsier at den ansatte *«har et naturlig og saklig behov»* for informasjonen.³⁸³

Som tidligere nevnt i oppgavens i underkapittel 4.2, er det på det rene at en primærinnsider ikke nødvendigvis er berettiget til all innsideinformasjon som finnes i utstederforetaket.

³⁷⁸ Eksempelvis Sparebank 1 (2005), Innsideregulverk s. 3 og 4 og NorgesGruppen (2013), Retningslinjer for innsideinformasjon.

³⁷⁹ *ibid.*

³⁸⁰ NorgesGruppen (2013), Retningslinjer for innsideinformasjon.

³⁸¹ *ibid.*

³⁸² NOU 1996:2 s. 66.

³⁸³ *ibid.*

For klarerers del kan en slik problemstilling nokså lett omgås. I de tilfeller der klarer oppdager innsideinformasjon i foretaket, som primærinnsider ikke er berettiget til, kan klarer avslå klareringsforespørsel uten nærmere begrunnelse.³⁸⁴ En slik fremgangsmåte vil ikke røkke ved taushetsplikten etter vphl. § 3-4 første ledd. Videre vil avslaget trolig kunne sies å ha blitt håndtert med «*tilbørlig aktsomhet*», jf. annet ledd, dersom primærinnsideren forblir i mørket.

Like enkelt er det nok ikke for en ansatt som blir oppsøkt av primærinnsideren. Reglene etter vphl. § 3-4 første og annet ledd vil like fullt gjelde for den ansatte som for andre.

Eksempelvis vil en forsker i selskapet som leder et prosjekt, kunne bryte taushetsplikten i vphl. § 3-4 første ledd ved å formidle status på nevnte prosjekt, dersom primærinnsideren ikke er berettiget til «*slike opplysninger*». Den ansatte vil her måtte foreta en vurdering av om primærinnsiderens yrke, verv eller arbeid utgjør et «*begrunnet behov*» for informasjonen.³⁸⁵

³⁸⁶

Når noterte selskaper i stor grad oppstiller en klareringsplikt i sine internrutiner, taler det i retning av at bransjen har utviklet en klareringssedvane. Dette til tross for at plikten for lengst er avskaffet i loven.

Også juridisk teori heller i retning av at det har vokst frem en klareringskutyme. Michaelsen legger til grunn at som utgangspunkt bør primærinnsideren alltid «*konsultere*» både styreleder og daglig leder, for at undersøkelsesplikten skal anses oppfylt.³⁸⁷ Selv om slik konsultasjon neppe kan tolkes som en ubetinget plikt, tilsier sammenhengen ordlyden benyttes i at en avklaring med ledelsen utgjør et viktig moment i forsvarlighetsvurderingen.

Hverken rettspraksis eller forarbeidene til 1997-loven og någjeldende verdipapirhandellov har søkt å belyse dette rettsspørsmålet. Av forarbeidene presumeres det imidlertid at når selskaper utarbeider sine rutiner med sikte på å overholde undersøkelsesplikten, vil det bli «*vanskelig å unngå en eller annen form for klarering for å sikre notoritet, dvs. at den aktuelle primærinnsideren kan dokumentere eller på annen måte vise at undersøkelsen er foretatt*».³⁸⁸ Straffeansvar vil likevel ikke følge av uriktig klarering.³⁸⁹

³⁸⁴ Eksempelvis Sparebank 1 (2005) Innsideregelverk s. 4.

³⁸⁵ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 35.

³⁸⁶ *ibid.*

³⁸⁷ Michaelsen (2008) note 66.

³⁸⁸ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 38.

³⁸⁹ *ibid.*

Det virker heller ikke som om klareringsvilkåret påkreves der primærinnsideren på annen måte klarer å oppdrive «*tilstrekkelig notoritet rundt den foretatte undersøkelse*».³⁹⁰ Dette kan tale mot at den bransjeskapte klareringsplikten er blitt en ulovfestet norm.

Om klareringen ikke skal forstås som ubetinget pliktig, utgjør den i alle fall et særskilt viktig moment i forsvarlighetsvurderingen.

5.3.4.4.6 *Interne rutiner*

Av vphl. § 3-4 annet ledd annet punktum plikter utstederforetaket å ha tilstrekkelig gode rutiner på plass, for at «*sikker behandling av innsideinformasjon*» kan sies å foreligge. For å avgjøre hvorvidt undersøkelsen har vært forsvarlig, vil et moment i vurderingen dermed være «*om primærinnsideren har overtrådt utstederselskapets eventuelle interne rutiner om undersøkelse*».³⁹¹ Dette kan ikke gjelde helt ubetinget. Helt rudimentære og symbolske rutiner som overholdes, kan ikke trekke i retning av at primærinnsidere har foretatt en «*forsvarlig undersøkelse*» etter vphl. § 3-6 første ledd, når de ikke «*på en adekvat måte har til hensikt å avklare om det foreligger innsideinformasjon*».³⁹²

At selskapet har interne rutiner som kan anses som gode, «*vil således kunne tillegges betydning ved fastleggelsen av undersøkelsespliktens konkrete innhold*».³⁹³

Et eksempel på slike rutiner er Sparebank 1 sitt innsidereregelverk for Rygge - Vaaler Sparebank³⁹⁴, vedtatt av styret 24. oktober 2005. I regelverket side 3 og 4 har banken oppstilt interne regler for undersøkelsesplikten. Banken pålegger undersøkelse av om det foreligger informasjon om «*andre forhold*», selv om vphl. § 3-6 første ledd første punktum, som tidligere nevnt ikke krever det.

³⁹⁰ *ibid.*

³⁹¹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 7.3.

³⁹² Bechmann (2002) s. 115.

³⁹³ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

³⁹⁴ Sparebank 1 (2005) Innsidereregelverk.

I nevnte regelverk pålegges bankens primærinnsidere fire minimumsplikter, jf. regelverkets side 3 bokstav a til d. De nevnte minimumsplikter er i stor grad sammenfallende med den anbefaling som fremkom i høringsbrevet³⁹⁵ til klareringsforskriften³⁹⁶ av 1992.

5.3.4.4.7 *Undersøkelsens gyldighetstid*

Dersom den «*forsvarlige undersøkelse[n]*» ikke avdekker noen innsideopplysninger, vil primærinnsideren etter bestemmelsen forutsetningsvis ha adgang til å handle det foretaksutstedte finansielle instrumentet, jf. vphl. § 3-6 første og annet ledd.

Det må imidlertid her klarlegges hvor lenge en slik adgang vil gjelde.

Da klareringsplikten fremdeles var lovfestet, ble gyldighetstiden satt til syv dager, jf. klareringsforskriften § 6 første punktum. Dersom primærinnsideren ikke hadde inngått en bindende handelsavtale i løpet av dette tidsrommet, måtte ny klarering anmodes, jf. klareringsforskriften § 6 annet punktum.

Etter gjeldende rett er det som tidligere nevnt ingen lovfestet klareringsplikt.

Utstederforetakene vil dermed stå fritt til å fastlegge gyldighetstiden for handel, før ny undersøkelse må foretas. Et utvalg internrutiner viser at det er en variert praksis blant foretakene. Enkelte foretak opererer med en gyldighetstid på kun seks dager, mens andre har utvidet denne adgangen til fjorten dager.³⁹⁷³⁹⁸

Uavhengig av gyldighetstiden vil primærinnsideren fortsatt være bundet av de generelle forbudsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 3. Skulle primærinnsideren i handelsadgangsperioden komme i besittelse av kurssensitive opplysninger som ikke er offentliggjort, vil handel likevel kunne utgå.

³⁹⁵ Finansdepartementet (1992), Brev til høringsinstansene s. 2 og 3.

³⁹⁶ Klareringsforskriften.

³⁹⁷ Sparebank 1 (2005) Innsideregulverk s. 3.

³⁹⁸ NorgesGruppen (2013), Retningslinjer for innsideinformasjon.

5.4 Virkninger av brudd på undersøkelsesplikten

5.4.1 Introduksjon

Ved brudd på undersøkelsesplikten etter vphl. § 3-6 første og annet ledd, vil en rekke rettsvirkninger kunne utløses. Overtredelsen av bestemmelsen vil kunne få flere rettslige konsekvenser. Oppgaven vil i det følgende redegjøre for de virkninger som overtredelse av undersøkelsesplikten vil kunne medføre. Videre vil den gi en fremstilling av andre aksessoriske bestemmelser, som vil kunne komme til anvendelse i forbindelse med brudd på vphl. § 3-6 første og annet ledd. Avslutningsvis vil det vies enkelte bemerkninger om virkningene av rettsvillfarelse vedrørende undersøkelsesplikten.

5.4.2 Misbruk av innsideinformasjon

Verdipapirhandelloven § 3-3 første ledd lyder:

«Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.»

Etter ordlyden retter forbudet seg mot «*[t]egning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter*». Det vises her til oppgavens tidligere behandling av nevnte disposisjoner. Tilsvarende vil gjelde for vilkårene «*foretas*» og «*tilskyndelse til*».

Bestemmelsen retter seg mot «*noen*». I praksis vil dette bety at enhver, herunder primærinnsidere, vil kunne bli rammet av forbudet.

Forbudet gjelder samtlige som «*har innsideinformasjon*». Etter ordlyden er ikke samtlige ansatte i et foretak avskåret fra å handle, dersom én sitter med innsideinformasjon.³⁹⁹ Dette forutsetter naturlig nok at innsideinformasjonen ikke blir formidlet til de øvrige ansatte.

³⁹⁹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.2.

Det er ikke et krav om at det skal være et sammenheng mellom den handlendes transaksjonsbeslutning og innsideinformasjonen.⁴⁰⁰ Dette følger også av rettspraksis i EU. I sak 45/08⁴⁰¹ var sakens kjerne hvorvidt det måtte kreves bevist at aktøren som utførte transaksjonen bevisst benyttet seg av innsideinformasjonen.⁴⁰² Avgjørelsen slo fast at innsidehandelforbudet er objektivt utformet, og således ikke medfører et krav om årsakssammenheng.⁴⁰³ Her vil imidlertid misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 annet ledd justere dette objektive utgangspunktet noe, se nedenfor.

Både uaktsomme og forsettlig overtreidelser rammes av bestemmelsen, jf. vphl. § 17-3 første ledd. Uaktsomhetsvurderingen er relativ.⁴⁰⁴ Det betyr at «*personer med særlig kjennskap eller tilknytning til det aktuelle utstederforetaket/finansielle instrumentet*», herunder primærinnsidere, vil få et skjerpet aktsomhetskrav.⁴⁰⁵⁴⁰⁶

Verdipapirhandelloven § 3-3 annet ledd annet punktum i bestemmelsen er en lovhjemlet misbruksreservasjon. Etter bestemmelsen vil ikke første ledd være «*til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp*». Dette vil også måtte gjelde «*ved normal innfrielse av konvertible obligasjoner*».⁴⁰⁷

I tillegg til den lovfestede misbruksreservasjonen, har forarbeider og MADs fortale listet opp flere eksempler som antas å falle utenfor bestemmelsens virkeområde.⁴⁰⁸

Det mest åpenbare unntaket er vedkommende sin «*[k]jennskap til egne transaksjonsbeslutninger for egen regning, selv om transaksjonen vil komme til å påvirke kursen merkbart*».⁴⁰⁹ Reservasjonen kan virke opplagt, men uten den ville en stor del av all handel på regulerte markeder i realiteten utgjøre et lovbrudd.

⁴⁰⁰ *ibid.*

⁴⁰¹ Official Journal C 51, 27.2.2010 s. 7.

⁴⁰² Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.2.

⁴⁰³ *ibid.*

⁴⁰⁴ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 31.

⁴⁰⁵ *ibid.*

⁴⁰⁶ *ibid.*

⁴⁰⁷ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.7.1.

⁴⁰⁸ *ibid.*

⁴⁰⁹ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.7.1, utledet av fortalen i MAD avsn. 30.

Forarbeidene viser til tilfeller der en investor har innsideinformasjon, men velger å handle i motsatt retning av hva informasjonen skulle tilsi. Om investor *«selger et verdipapir når man har opplysninger som fremstår som egnet til å påvirke kursen vesentlig i positiv retning, eller kjøper et verdipapir når man har opplysninger som er egnet til å påvirke kursen i negativ retning»*, vil reservasjonen antas å gjelde.⁴¹⁰

Et annet eksempel er der en kundeordre er passivt utført av en megler med innsideinformasjon, *«på konkret initiativ fra kunden»*⁴¹¹.

Tilsvarende antas det ikke å foreligge misbruk av innsideinformasjon, dersom vedkommende i besittelse av *«innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten er informert»*.⁴¹² Her vil det måtte foretas en avveining mellom informasjonsdeling, og overholdelse av taushetsplikten etter vphl. § 3-4 første ledd.⁴¹³

I enkelte tilfeller vil det foreligge samarbeid mellom to eller flere aktører om handel, for eksempel oppkjøp.⁴¹⁴ Reservasjonen vil fortsatt gjelde, dersom aktøren *«vet at de man samarbeider med også handler aksjer og at offentliggjøring av dette forhold ville bidratt til å presse kursen opp»*.⁴¹⁵

Det er på det rene at dersom primærinnsideren velger å handle, til tross for å ha avdekket kurssensitiv informasjon om de *«finansielle instrumenter»* eller *«utstederen av disse»*, jf. vphl. § 3-2 første ledd, vil vedkommende ha brutt vphl. § 3-3 første ledd. Primærinnsideren vil imidlertid, på lik linje med øvrige aktører på markedet, kunne gå fri dersom vphl. § 3-3 annet ledd kommer til anvendelse.

Den aktuelle problemstillingen for primærinnsideren, er med det forholdet mellom misbruksreservasjonen og undersøkelsesplikten, jf. vphl. §§ 3-3 annet ledd og § 3-6 første og annet ledd henholdningvis.

⁴¹⁰ NOU 1996:2 s. 49, videreført fra Ot.prp.nr.72 (1990-91) s. 30-31.

⁴¹¹ NOU 1996:2 s. 49.

⁴¹² *ibid.*

⁴¹³ Finanstilsynet, Rundskriv 28/2011 punkt 4.7.1.

⁴¹⁴ NOU 1996:2 s. 49.

⁴¹⁵ *ibid.*

Det kan stilles spørsmål ved om nevnte reservasjon også skal kunne anvendes på tilfeller der primærinnsideren enten ikke har foretatt en undersøkelse, eller der undersøkelsen ikke har vært «forsvarlig» utført, jf. vphl. § 3-6 første ledd.

Av forarbeidene følger det at innsidehandelsforbudet og undersøkelsesplikten tar «*sikte på å regulere forskjellige sider ved innsidehandlerens straffbare forhold*».⁴¹⁶ Lovgiver antok derved at reglene «*vil kunne anvendes ved siden av hverandre, dersom det objektive gjerningsinnholdet for den enkelte bestemmelsen og den tilstrekkelige skyld er utvist*».⁴¹⁷ Dette betyr at selv i de ovennevnte tilfeller der misbruksreservasjonen etter vphl. § 3-3 annet ledd fritar for straff, jf. vphl. § 17-3 første ledd, vil overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd kunne bli straffesanskjønert etter vphl. § 17-3 annet ledd.

5.4.3 Rapporteringsplikten

Av vphl. § 3-11 første ledd første punktum pålegges enhver, herunder primærinnsidere, «*som på forretningsmessig basis gjennomfører eller tilrettelegger transaksjoner i finansielle instrumenter*», en rapporteringsplik til Finanstilsynet. En naturlig språklig forståelse av ordlyden, tilsier at det her er tale om et minimumskrav. Vilkåret krever med det, at vedkommende må være i stand til å gjennomføre eller tilrettelegge for de nevnte transaksjoner, for at vilkåret skal være oppfylt. Plikten er således først og fremst rettet mot meglere og andre, som i kraft av sin profesjon, kan legge til rette for slike transaksjoner. Dersom alminnelig rådgivning ytes i forbindelse med tilrettelegging av slike transaksjoner, «*uten at dette er en del av deres forretningsmessige virksomhet*»⁴¹⁸, er det nærliggende å anta at slik rådgivning vil falle utenfor rapporteringsplikten.⁴¹⁹ Som eksempel viser forarbeidene til forretningsadvokater.⁴²⁰

⁴¹⁶ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 37.

⁴¹⁷ *ibid.*

⁴¹⁸ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 91.

⁴¹⁹ Michaelsen (2008) note 77.

⁴²⁰ Ot.prp.nr.12 (2004-2005) s. 91.

Videre gjelder ikke rapporteringsplikten «*ved egne overtredelser*»⁴²¹, da det vil komme i strid med vernet mot selvinkriminering, jf. innfortolkningen av vernet i EMK⁴²² art. 6 nr. 1. Rapportering skal, etter vphl. § 3-11 første ledd annet punktum skje, dersom noen i forbindelse med utøvelsen av slike transaksjoner har en «*rimelig grunn til mistanke om innsidehandel*». Tilsvarende vil etter nevnte punktum også gjelde for markedsmanipulasjon. Ved en slik mistanke, er vedkommende etter nevnte punktum pålagt å «*straks rapportere til Finanstilsynet*». Rapportering som skjer i «*god tro*», vil ikke være i strid med taushetsplikten i vphl. § 3-4, jf. vphl. § 3-11 tredje ledd.

5.4.4 Sanskjoner ved brudd på undersøkelsesplikten

Ved overtredelse av undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd, vil primærinnsidere kunne ilegges straffesanksjoner i form av bot eller inntil ett års fengsel, jf. § 17-3 annet ledd. Skyldkravet er som tidligere nevnt forsett eller uaktsomhet, jf. § 17-3 annet ledd. Videre er straff betinget av at det forelå innsideinformasjon i utstederforetaket på handelstidpunktet, jf. vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2.

I tillegg til nevnte sanksjoner åpner verdipapirhandelloven § 17-2 for vinningsavståelse ved overtredelse av vphl. § 3-6 første og annet ledd. Dette åpner både for at selve primærinnsidere, men også andre som vinningen tilfalt, kan «*pålegges helt eller delvis å avstå denne*», jf. vphl. § 17-2 første ledd annet punktum. Det følger med det av vphl. § 17-2 første ledd, at selskaper blant annet kan bli pålagt å avstå fra en vinning bragt i stand ved overtredelse av undersøkelsesplikten. Dersom vinningen er betydelig, og selskapet i god tro har investert den, er det nærliggende å tro at selskapet vil lide et økonomisk tap grunnet omdisponering av ressurser for å imøtekomme vinningsavståelsen. Som følge av dette, kan det antas at selskapene påser at de har tilstrekkelige gode internrutiner på plass. Slike rutiner vil kunne sikre foretaket, herunder aksjonærinteressene, mot potensielle økonomiske tap fra illojale primærinnsidere.

⁴²¹ *ibid.*

⁴²² EMK.

5.4.4.1 Rettsvillfarelse

Rettsvillfarelse er betegnelsen på et rettsforhold som en person er i villfarelse om. Begrepet omfavner alt fra å ikke vite om et lovbud, til å ha tolket lovbudet annerledes enn hva retten anser som riktig.⁴²³

Det kan tenkes tilfeller der en ansatt i et selskap ikke regnes internt som en primærinsider. Vedkommende vil da ikke bli listeført etter vphl. § 3-6 tredje ledd, og vil da heller ikke se noen grunn til å foreta en undersøkelse før det handles med selskapets utstedte verdipapirer. Det forutsettes at vedkommende ikke er i besittelse av innsideinformasjon. Spørsmålet er om slik rettsvillfarelse skal godtas.

Verdipapirhandelloven § 17-3 annet ledd krever, på lik linje med alle andre straffebud, at det må foreligge skyld for at straff kan idømmes, jf. hovedregelen i strl. § 40 første ledd første punktum. Med skyld menes forsett eller uaktsomhet. I ovennevnte scenario er det på det rene at vedkommende ikke har handlet forsettlig. Avveiningen må dermed bero på om den ansatte har opptrådt uaktsomt. Undersøkelsesplikten er en bestemmelse finansmiljøet bør være godt kjent med, som følge av at bestemmelsen har eksistert i mange år. Det er i tillegg ofte snakk om svært profesjonelle aktører, som i kraft av sine stillinger, er forventet å ha oversikt over gjeldende rett. Samlet sett taler dette i retningen av terskelen for uaktsomhet skal være lav.

Motsattvis kan det tenkes at samme ansatt blir ansett av selskapet for å være en primærinnsider, og følgelig blir listeført. Vedkommende velger å handle askjer utstedt av selskapet, uten å ha undersøkt først eller undersøkt tilstrekkelig nok.

I dette tilfelle vil vedkommende falle utenfor vphl. § 3-6 første ledds ordlyd, jf. bestemmelsens uttømmende personliste. Som følge av legalitetsprinsippet, må dette nødvendigvis føre til at den feilaktig antatte primærinnsiderens mangel på undersøkelse, ikke vil få noen rettslige konsekvenser.

⁴²³ Andenæs (2004) s. 256.

6 Undersøkelsesplikten i et komparativt perspektiv

I en studie fra 2002 har man påvist at regler om innsidehandel er et relativt nytt fenomen.⁴²⁴ Studien viser at det før 1990 fantes regler om innsidehandel i ni av 34 land med aksjemarkeder, men at tilsvarende tall i løpet av 1990-tallet hadde steget til 87 av 103.⁴²⁵ I USA ble regler om innsidehandel introdusert så tidlig som i 1933, i og med vedtagelsen av the Securities Act⁴²⁶. Spørsmålet blir deretter hvorvidt den norske lovregulerte undersøkelsesplikten har en ekvivalent i andre rettssystemer?

Ved å rette søkelyset mot anglosaksisk rett og EU-rett, ser vi at det ikke finnes et motstykke til den norske undersøkelsesplikten. Medlemsstatene i EU er ikke pålagt noen undersøkelsesplikt gjennom MAD, eller MAD II, som ennå ikke har trådt i kraft. Imidlertid vil MAR art. 16 (1), når den trer i kraft, oppstille en plikt for selskaper til å «*establish and maintain effective arrangements, systems and procedures*», for å forhindre eller oppdage innsidehandel. Hvordan selskapene vil komme til å oppfylle denne plikten er imidlertid i stor grad overlatt til selskapene selv å bestemme, med hensyn til nasjonal lovgivning. Ved at Norge pålegger utstederselskaper en undersøkelsesplikt, kan det sies at denne plikten vil bli ansett som en del av den overordnede plikt i MAR art. 16 (1). I det følgende vil oppgaven konsentrere seg på land som har lignende rettssystemer som Norge, herunder Norges nærmeste naboland, og dere lovgivning for innsidehandel. Eksempler fra våre nordiske naboland kan tjene til å illustrere det nordiske rettskildet bildet.

I Danmark er det værdipapirhandelsloven⁴²⁷ som oppstiller regler som regulerer innsidehandel. Loven har ingen bestemmelse som tilsvarer vphl. § 3-6.

I Sverige er primærinnsidere i et aktiemarkedsbolag, den svenske ekvivalenten av et norsk ASA som er notert på et regulert marked⁴²⁸, ikke pålagt noen undersøkelsesplikt gjennom lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument⁴²⁹.

⁴²⁴ Bhattacharya (2002) s. 75.

⁴²⁵ *ibid.*

⁴²⁶ Securities Act of 1933.

⁴²⁷ Værdipapirhandelsloven.

⁴²⁸ Allt om Juridik.

⁴²⁹ Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

I Finland har värdepappersmarknadslagen⁴³⁰ det samme avsnitt av undersøkelsesplikten for primærinnsidere, som den svenske lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

I Island er the Securities Transaction Act⁴³¹ (heretter the Act) art. 125 det nærmeste man kommer den norske undersøkelsesplikten i vphl. § 3-6 første og annet ledd. Det følger av the Act art. 125 at primærinnsidere pålegges å undersøke hvorvidt det finnes innsideinformasjon i vedkommendes utstederforetak, før primærinnsideren foretar enhver transaksjon med det nevnte foretakets utstedte finansielle instrumenter. Bestemmelsen er således materielt lik vphl. § 3-6 første og annet ledd. Det fremkommer av the Act art. 125, at derivater er omfattet av bestemmelsen. Videre vil undersøkelsesplikten etter nevnte bestemmelse aktiveres før enhver foreslått transaksjon, jf. ordlyden «*before conducting any*», som skal foretas av en person som er «*financially connected to a primary insider*». Med «*financially connected*» siktes det her til nærstående etter den tradisjonelle definisjonen, men også til juridiske personer der primærinnsideren enten er ledende ansatt, kontrollerer, eller har finansielle interesser i, jf. forutsetningsvis the Rules art. 16 (1) nr. 4.

Det følger av the Act art. 132 (1) at islandske Financial Supervisory Authority, ekvivalenten av det norske Finanstilsynet, skal utgi "rules". Slike rules er det samme som norske forskrifter. Etter the Act 132 (1) nr. 2 og 5, skal en slik forskrift gis vedrørende definisjonen av hvem som kan sies å være «*financially connected to a primary insider*» i forhold til the Act art. 125, og regler for overholdelse av undersøkelsesplikten etter samme bestemmelse. For bestemmelsen i the Act art. 125 er det med Rules on Treatment of Inside Information and Insider Transactions⁴³² (heretter the Rules), gitt en meget omfattende veiledning for undersøkelsesplikten. Av nevnte the Rules art. 3, pålegges et utstederforetaks styre å oppnevne en «*compliance officer*», jf. the Act art. 130, som fastsetter at vedkommende skal påse at innsidereglene blir overholdt i utstederforetaket. For undersøkelsesplikten sin del fremkommer det uttrykkelig av the Rules art. 6 (2) nr. 5, at utstederforetakets «*compliance officer*», skal bidra med rådgivning til primærinnsidere vedrørende deres undersøkelsesplikt.

⁴³⁰ Värdepappersmarknadslagen.

⁴³¹ The Securities Transactions Act.

⁴³² Rules on Treatment of Inside Information and Insider Transactions.

I the Rules art. 19 (2) pålegges primærinnsidere til å selv vurdere hvorvidt vedkommende er i besittelse av innsideinformasjon. Ved tvil må de ta kontakt med «*his/her immediate superior or the Compliance Officer, if the superior is not available*». Etter the Rules art. 19 (2) vil utstederforetakets «*compliance officer*» også måtte rådføres, dersom primærinnsideren mener at vedkommende selv ikke har innsideinformasjon. Av the Rules art. 19 (3) pålegges utstederforetakets «*compliance officer*» å svare på enhver anmodning fra en primærinnsider. Svaret skal etter nevnte artikkel forklare hvorvidt vedkommende mener primærinnsideren har innsideinformasjon eller ikke, og dermed bidra til å hjelpe primærinnsideren med oppfyllelsen av undersøkelsesplikten. Dersom innsideinformasjon foreligger, er utstederforetakets «*compliance officer*», pålagt å fraråde primærinnsideren eller den som er «*financially connected*» til vedkommende, mot å handle i selskapet, jf. the Rules art. 19 (4). Dersom utstederforetakets «*compliance officer*» er den som ønsker å handle, skal ovennevnte henvendelse rettes til selskapets daglige leder, jf. the Rules art. 19 (7).

For primærinnsideren må undersøkelsesplikten være overholdt den dagen vedkommende ønsker å handle, og vedkommende må kunne dokumentere skriftlig at undersøkelsen var overholdt før handelen ble forestått, jf. the Rules art. 19 (5) og (6). En retroaktiv undersøkelse vil således ikke være gyldig.

Ved overtredelse av undersøkelsesplikten i the Act art. 125, kan primærinnsideren ilegges overtredelsesgebyr, jf. art. 141 (1) nr. 39. Bøtene som kan ilegges etter art. 141 har en nedre grense på 10 000 ISK og en øvre grense på 20 millioner ISK, jf. art. 141 (3). Det følger av art. 141 (4) at administrative bøter skal vurderes objektivt. Det kreves med andre ord ikke hverken forsett eller uaktsomhet. I tillegg kan primærinnsidere ved overtredelse av undersøkelsesplikten i the Act art. 125, risikere straffesanksjoner i form av bot eller fengsel i opp til to år, jf. art. 145 (1) nr. 17. I motsetning til den norske vphl. § 17-3 annet ledd nr. 2, er det ikke et vilkår at innsideinformasjon faktisk måtte foreligge i utstederselskapet, for at straff skal kunne ilegges ved overtredelse av undersøkelsesplikten.

Etter denne gjennomgåelsen kan det herved konkluderes med at dagens undersøkelsesplikt i vphl. § 3-6 første og annet ledd kun kan anses som en «*særnorsk*» bestemmelse, slik blant annet Michaelsen har hevdet⁴³³, dersom man har selve omfanget av undersøkelsesplikten for øye. Norge er imidlertid, som vist, ikke alene om å ha en lovpålagt undersøkelsesplikt for primærinnsidere i utstederforetak.

7 Oppsummerende konklusjon

7.1 Oppsummering

Som oppgaven har gjort rede for, vil ulovlig innsidehandel inneha skadefulle ringvirkninger på verdipapirmarkeder. Det store spørsmålet er om undersøkelsesplikten er med på å minske skadeomfanget.

Det foreligger ingen empiri eller data, som kan belyse i hvilken grad undersøkelsesplikten, isolert sett, medfører mindre ulovlig innsidehandel. Det er trolig at undersøkelsesplikten må ses i sammenheng med de øvrige atferdsreglene, for å kunne fastsette deres preventive effekt. Dersom en primærinnsider ønsker å foreta en ulovlig innsidehandel, vil ikke undersøkelsesplikten utgjøre et særskilt hinder for ham. Imidlertid er det nærliggende å anta at når selskapet er bevisst på undersøkelsesplikten, og har innført rutiner som subvenerer gjennomføringen av denne plikten, vil det kunne bidra til å skape en lovlydig kultur. Slike rutiner kan også bistå med å synliggjøre avvikende ulovlig handelsatferd, for eksempel gjennom en klareringsplikt til administrerende direktør eller styret. Plikten til å foreta en forsvarlig undersøkelse vil da i realiteten utgjøre en ekstra kontrollmekanisme, idet risikoen for å bli oppdaget vil være større.

Verdipapirhandelloven § 3-6 første og annet ledd gjelder som nevnt utelukkende for primærinnsidere. Disse aktørene, som i kraft av sin posisjon, innehar som oftest mest kunnskap og kompetanse på de regulerte markeder. Tilsvarende vil deres objektive tilgang på innsideinformasjon kunne være langt større enn for øvrige aktører.

⁴³³ Michaelsen (2008) note 64.

Samlet sett vil det lett kunne være fristende å utnytte en slik posisjon, til å skaffe seg en uberettiget fordel på andres bekostning. At en undersøkelsesplikt foreligger, kan utgjøre et botemiddel mot at fristelsen blir for stor.

7.2 Undersøkelsesplikten de lege ferenda

Som tidligere nevnt i oppgavens punkt 1.3.4, foreligger det lite rettspraksis om overtredelser av undersøkelsesplikten. Hvorvidt grunnen til dette er fordi selskaper som oftest overholder undersøkelsesplikten, eller om det er for krevende å avdekke brudd på plikten, er vanskelig å si.

Som nevnt ovenfor er det etter norsk rett kun primærinnsiderne som er pliktsubjekter etter vphl. § 3-6 første og annet ledd. Spørsmålet man kan stille seg er hvilke konsekvenser det ville medføre om også selskapet ble gjort til pliktsubjekt i stedet for, eller i tillegg til, primærinnsiderne etter bestemmelsen. Et av virkemidlene for å sanksjonere overtredelse av undersøkelsesplikten er som nevnt i punkt 5.4.4 bøter, jf. vphl. § 17-3 annet ledd. En primærinnsider vil som oftest være en ansatt, med en privatpersons økonomi. Det er på det rene at det er en grense for hvor høye pønale bøter vedkommende kan ilegges. Dersom sanksjoner i stedet for, eller i tillegg til, hadde kunne vært rettet mot et selskap, ville det kunne skjerpe rutinene til nevnte selskap. Konsekvensen av å bli ilagt økonomiske sanksjoner, ville ført til at aksjonærene i foretaket trolig ville innført nulltoleranse for overtredelse av undersøkelsesplikten. Aksjonærinteressen, av redsel for kursfall eller fravær av utbytte, ville medføre en ansvarliggjøring av enhver primærinnsider som påførte selskapet, og dermed aksjonærene, et økonomisk tap. En slik ansvarliggjøring ville også trolig kunne manifestere seg i form av avskjedigelse, og eventuelt et tap i primærinnsiderens renommé, noe som ville føre til at utsiktene for videre ansettelse i andre selskaper forringes.

8 Litteraturliste

- Andenæs (2004) Andenæs, Johs. *Alminnelig strafferett*. 5. utg., ved Magnus Matningsdal og Georg Fredrik Rieber-Mohn, Oslo, 2004.
- Bechmann (2002) Bechmann, Tor, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøgard Trøbråten, *Verdipapirhandelloven, Kommentarutgave*, Oslo, 2002.
- Bergo (2006) Bergo, Knut, «Kommentar til verdipapirhandelloven», I: *Norsk Lovkommentar*, 2006.
- Bergo (2014) Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 4. utg., 2014.
- Bhattacharya (2002) Bhattacharya, Utpal og Hazem Daouk, «*The World Price of Insider Trading*», I: *The Journal of Finance*, Vol. LVII, NO 1, side 75-108, februar 2002.
- CERS,
Advice The Committee of European Securities Regulators, *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Marked Abuse Directive*, desember 2002. www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf (sjekket 24. april 2015).
- Degré (1999) Degré, Atle, «Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper», *Tidskrift for Rettsvitenskap* 1999-3, 1999 s. 217-261.

- Eckhoff (2001) Eckhoff, Torstein, *Rettskildelære*, 5. utg., ved Jan E. Helgesen, 2001.
- Eide (1999) Eide, Erling, *Rettsøkonomi for offentlig rett*, 3. utg., 1999.
- ESMA, European Securities and Markets Authority, *Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*. ESMA/2014/1569, 19. desember 2014, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf (sjekket 23. april 2015).
- Fama (1970) Fama, Eugene F., «Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work», *Journal of Finance* 25, nr. 2, 1970 s. 383–417.
- Jones Jones, Steven L., og Jeffry M. Netter, «Efficient Capital Markets», *The Concise Encyclopedia of Economics*, 2 utg., u.å., <http://www.econlib.org/library/Enc/EfficientCapitalMarkets.html> (sjekket 23. april 2015).
- Michaelsen (2008) Michaelsen, André, «Kommentar til verdipapirhandelloven», I: *Norsk Lovkommentar*, revidert 2008.

- Myklebust (2011) Myklebust, Trude, *Innføring i finansmarkedsrett*, Bergen, 2011.
- Reed (1996) Reed, Bjørn Gabriel, *Straffbar innsidehandel: verdipapirhandelens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon*, Oslo, 1996.
- Schaumburg-Müller (2002) Schaumburg-Müller, Peer, *Børsretlig guide, 1. utg.*, 2002.
- Sejersted (2011) Sejersted, Fredrik, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad og Olav Kolstad, *EØS-rett, 3. utg.*, 2011.
- Svedberg (2007) Svedberg, Johan, «Begrepet innsidehandel: En rettslig analyse av verdipapirhandelloven § 2-2», *Tidsskrift for forretningsjus* nr. 2/2007, s. 117-163.
- Trendrapport Økokrim, 2013-2014 Trendrapport fra Økokrim: *Trusselvurdering: økonomisk kriminalitet og miljøkriminalitet 2013–2014*, u.å., [http://www.okokrim.no/www/okokrim/resource.nsf/files/www93sfde-trusselvurdering_2013-20141/\\$FILE/trusselvurdering_2013-20141.pdf](http://www.okokrim.no/www/okokrim/resource.nsf/files/www93sfde-trusselvurdering_2013-20141/$FILE/trusselvurdering_2013-20141.pdf) (sjekket 22. april 2015).
- Voltaire (1832) Voltaire, *Œuvres de Voltaire*, Volume 48, Lefèvre, 1832.

9 Registre

9.1 Lover

Norge

| | |
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| Straffeloven | Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10 (straffeloven). |
| Sparebankloven | Lov om sparebanker av 24. mai 1961 nr. 1 (sparebankloven). |
| Forretningsbankloven | Lov om forretningsbanker av 24. mai 1961 nr. 2 (forretningsbankloven). |
| Vegtrafikkloven | Lov om vegtrafikk av 18. juni 1965 (vegtrafikkloven). |
| Forvaltningsloven | Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker av 10. februar 1967 (forvaltningsloven). |
| Kulturminneloven | Lov om kulturminner av 9. juni 1978 nr. 50 (kulturminneloven). |

Verdipapirhandelloven av
1985

Lov om verdipapirhandel av 14. juni 1985
nr. 61.

Innsideregler og
emisjonskontroll

Lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr.
61 om verdipapirhandel samt endringer i
enkelte andre lover. (Innsideregler og
emisjonskontroll m.v.).

Kjøpsloven

Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27
(kjøpsloven).

Finansieringsvirksomhetsloven

Lov av 6. oktober 1988 nr. 40 om
finansieringsvirksomhet og
finansinstitusjoner
(finansieringsvirksomhetsloven).

Håndverkertjenesteloven

Lov om håndverkertjenester m.m for
forbrukere av 16. juni 1989 nr. 63
(håndverkertjenesteloven).

EØS-loven

Lov om gjennomføring i norsk rett av
hoveddelen i avtale om Det europeiske
økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v.
av 27. november 1992 nr. 109 (EØS-loven).

Aksjeloven

Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997
nr. 44 (aksjeloven).

Allmennaksjeloven

Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (allmennaksjeloven).

Verdipapirhandelloven av 1997

Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (verdipapirhandelloven).

Lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel

Lov om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.).

Revisorloven

Lov om revisjon og revisorer av 15. januar 1999. nr. 2 (revisorloven).

EMK

Den europeiske menneskerettskonvensjon av 4. november 1950, inntatt ved Lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett av 21. mai 1999 nr. 30 (menneskerettsloven).

Forbrukerkjøpsloven

Lov om forbrukerkjøp av 21. juni 2002 nr. 34 (forbrukerkjøpsloven).

Gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.

Lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.) av 4. mars 2005 nr. 11.

Arbeidsmiljøloven

Lov om arbeidsmiljø, arbeidstid og stillingsvern mv. av 17. juni 2005 nr. 62 (arbeidsmiljøloven).

Børsloven

Lov om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 74 (børsloven).

Verdipapirhandellogen av 2007

Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandellogen).

Verdipapirfondloven

Lov om verdipapirfond av 25. november 2011 nr. 44 (verdipapirfondloven).

Finansforetaksloven
ikraftredelseslov

Ikraftsetting av lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern (finansforetaksloven).

Finansforetaksloven

Lov om finansforetak og finanskonsern av 10. april 2015 nr. 17 (finansforetaksloven).

EU

Treaty on the Functioning of the European Union

Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union. Inntatt i OJ C 326, 26.10.2012, p. 47–390.

USA

Securities Act of 1933

Securities Act of 1933 [AS AMENDED
THROUGH P.L. 112-106, APPROVED
APRIL 5, 2012] (May 27, 1933, ch. 38, title
I, Sec. 1, 48 Stat. 74.).

Danmark

Værdipapirhandelsloven

Lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr. 831
af 12/06/2014, bekendtgøres
værdipapirhandelsloven, jf.
lovbekendtgørelse nr. 227 af 11. marts 2014.

Sverige

Lag (2000:1087) om
anmälningsskyldighet för vissa
innehav av finansiella
instrument

Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet
för vissa innehav av finansiella instrument av
30. november 2000.

Finland

Värdepappersmarknadslagen

Värdepappersmarknadslag
(Lag 14.12.2012/746) av 14. desember 2012.

Island

The Securities Transactions
Act

Act No. 108/2007 on Securities Transactions
av 1. november 2007.

9.2 Forskrifter

Norge

| | |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Klareringsforskriften | Forskrift om fremgangsmåte ved klarering av verdipapirhandel av 23. desember 1992 nr. 1199. |
| Børsforskriften | Forskrift om regulerte markeder av 29. juni 2007 nr. 875 (børsforskriften). |
| Verdipapirforskriften | Forskrift til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 876 (verdipapirforskriften). |

Island

| | |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Rules on Treatment of Inside Information and Insider Transactions | Rules on Treatment of Inside Information and Insider Transactions (1050/2012) av 14. november 2012. |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|

9.3 EU- og EØS-direktiver og forordninger

EU

MAD

DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).
Inntatt i OJ L 96, 12.4.2003, p. 16–25.

MiFID

DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. Inntatt i Official Journal L 145, 30/04/2004 P. 0001 - 0044.

MAD II

DIRECTIVE 2014/57/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive). Inntatt i OJ L 173, 12.6.2014, p. 179–189.

MiFID II

DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. Inntatt i OJ L 173, 12.6.2014, p. 349–496.

| | |
|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MAR | REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC. Inntatt i OJ L 173, 12.6.2014, p. 1-61. |
| MiFIR | REGULATION (EU) No 600/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. Inntatt i OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148. |
| ESMA, Establishing regulation | REGULATION (EU) No 1095/2010 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. |
| EØS | |
| Rådsdirektiv 2003/6/EF | EUROPAPARLAMENTS- OG RÅDSDIREKTIV 2003/6/EF av 28. januar 2003 om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruk). [Markedsmisbruksdirektivet]. Inntatt i EØS-tillegget del 1 av nr. 58/2006/s. 36. |

Kommisjonsdirektiv
2003/124/EF

KOMMISJONSDIREKTIV 2003/124/EF av 22.
desember 2003 om gjennomføring av europaparlaments-
og rådsdirektiv 2003/6/EF med hensyn til definisjon og
offentliggjøring av innsideinformasjon og definisjon av
markedsmanipulasjon. Inntatt i OJ L 339/03, p. 70-72.

9.4 Rettspraksis

Tingretten

TOSLO-2003-18037

TOSLO-2003-18037.

Oslo tingretts dom
21. juni 2011
(sak 10-200082med-
otir/03)

Oslo tingretts dom 21. juni 2011
(sak 10-200082med-otir/03).

Høyesterett

Rt. 1995 s. 1447

Rt. 1995 s. 1447.

Rt. 2006 s. 1049

Rt. 2006 s. 1049 (Sense-dommen).

Rt. 2007 s. 275

Rt. 2007 s. 275 (Otrum-kjennelsen).

Rt. 2009 s. 22

Rt. 2009 s. 22 (Fondsforvalter-dommen).

Rt. 2011 s. 199

Rt. 2011 s. 199 (PR-rådgiverdommen).

Rt.2013 s. 1197.

Rt.2013 s. 1197.

EU-rettspraksis

Official Journal C
51, 27.2.2010

Sak 45/08, inntatt i Official Journal C 51, 27.2.2010, 27.
februar 2010, s. 7,
[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/
?uri=CELEX:62008CA0227&from=DE](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:62008CA0227&from=DE)
(sjekket 23. april 2015).

9.5 Forarbeider

Ot.prp.nr.24
(1987-1988)

Ot.prp.nr.24 (1987-1988) Om lov om endringer i lov 4.
juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper og i visse andre lover
om ansattes rett til representasjon i selskapers styrende
organer.

Ot.prp.nr.72
(1990-1991)

Ot.prp.nr.72 (1990-1991) Om lov om endringer i lov 14.
juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i
enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll
mv.).

| | |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Innst.O.nr.5 (1991-1992) | Innst.O.nr.5 (1991-1992) Innstilling fra finanskomiteen om lov om endringer i lov av 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover. (Innsideregler og emisjonskontroll m.v.). |
| NOU 1996:2 | NOU 1996:2 Verdipapirhandel. |
| Ot.prp.nr.29 (1996-1997) | Ot.prp.nr.29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel. |
| NOU 1999:3 | NOU 1999:3 Organisering av børsvirksomhet mv. |
| Ot.prp.nr.80 (2000-2001) | Ot.prp.nr.80 (2000-2001) Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.). |
| Ot.prp.nr.12 (2004-2005) | Ot.prp.nr.12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.). |
| NOU 2006:3 | NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenterGjennomføring av MiFID og transparency-direktivet Innstilling II fra Verdipapirmarkedslovutvalget. |

Ot.prp.nr.34
(2006-2007)

Ot.prp.nr.34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel
(verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder
(børsloven).

Prop.107 L
(2011-2012)

Prop.107 L (2011-2012) Endringer i bokføringsloven,
verdipapirhandelloven, eiendomsmeglingsloven m.m.

Prop.125 L
(2013-2014)

Prop.125 L (2013-2014) Lov om finansforetak og
finanskonsern (finansforetaksloven).

9.6 Forvaltningspraksis

Vedtak om
overtredelsesgebyr
mot Itera ASA,
23/01/2012

Vedtak om overtredelsesgebyr mot Itera ASA,
23/01/2012.

Vedtak om
overtredelsesgebyr
mot Sevan Marine
ASA 14/03/2012

Vedtak om overtredelsesgebyr mot Sevan Marine ASA
14/03/2012.

Vedtak om
overtredelsesgebyr
mot Scana Industrier
ASA 09/10/2012

Vedtak om overtredelsesgebyr mot Scana Industrier
ASA 09/10/2012.

9.7 Rundskriv og veiledning

Finanstilsynet

Finanstilsynet,
Rundskriv 28/2011

Rundskriv fra Finanstilsynet, *RFT-2011-28 - Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4, 2011.*

Finantilsynet,
Veiledning

Veiledning fra Finanstilsynet, *Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer til kapittel 3 og 4, 25. april 2014*, http://www.finanstilsynet.no/Global/Verdipapiromradet/Investoratferd/Veiledning_verdipapirhandelloven-kap-3-4_04-2014.pdf (sjekket 22. april 2015).

9.8 Brev

Finansdepartementet
(1992), Brev til
høringsinstansene

Finansdepartementet, INNSIDEREGLER - IKRAFTTTREDELSE AV LOVREGLER OG FASTSETTELSE AV FORSKRIFT ETTER VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 6. Brev til høringsinstansene av 23.12.1992. Finansdepartementet arkiv dokument 92-301-32.

9.9 Øvrig

Allt om Juridik

Allt om Juridik, juridisk ordlista, u.å.,
<http://www.alltomjuridik.se/ordlista/aktiemarknadsbolag/>
(sist sjekket 21. april 2015).

Dagens Næringsliv
(2015)

Dagens Næringsliv, «Kjøpte aksjer dagen før rapporten: -
Jeg skjønner at det kan se rart ut», publisert 25. februar
2015,
[http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/02/25/1557/
Innsidehandel/kjpte-aksjer-dagen-fr-rapporten-jeg-
skjinner-at-det-kan-se-rart-ut](http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/02/25/1557/Innsidehandel/kjpte-aksjer-dagen-fr-rapporten-jeg-skjinner-at-det-kan-se-rart-ut) (sjekket 23. april 2015).

ESMA, Markets in
Financial Instruments
Directive (MiFID) II

ESMA, «Markets in Financial Instruments Directive
(MiFID) II», u.å.,
[http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-
Instruments-Directive-MiFID-II](http://www.esma.europa.eu/page/Markets-Financial-Instruments-Directive-MiFID-II) (sjekket 22. april 2015).

Finanstilsynet,
Varederivater

Finanstilsynet, «Varederivater», 22. april 2009,
[http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Infrast
rukturforetak/Tema/Varederivater/](http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Infrastrukturforetak/Tema/Varederivater/)
(sjekket 23. april 2015).

Finans Norge,
Markedsregler

Finans Norge, Markedsregler, u.å.,
https://www.fno.no/tema/kapitalforvaltning/Markedsregler
/ (sjekket 23.april 2015).

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Investopedia | Investopedia, «Efficient Market Hypothesis - EMH», u.å., http://www.investopedia.com/terms/e/efficientmarkethypothesis.asp (sjekket 23. april 2015). |
| NorgesGruppen (2013), Retningslinjer for innsideinformasjon | NorgesGruppen, Retningslinjer for innsideinformasjon i NorgesGruppen, sist oppdatert 29.01.2013. http://www.norgesgruppen.no/om-oss/finansiell-info/eierstyring-og-selskapsledelse/innsidereglement/ (sjekket 21. april 2015). |
| Nærings- og fiskeridepartementet, Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak | Nærings- og fiskeridepartementet, «Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak», 11. november 2011. https://www.regjeringen.no/nb/dokument/dep/nfd/rapporter_planer/rapporter/2002/kapitalmarkedet-for-nyetablerte-foretak/2/id277990/ (sjekket 23. april 2015). |
| Oslo Børs | |
| Oslo Børs, Vedtak & Sirkulærer 1998 nr. 6 | Oslo Børs, <i>Lov om verdipapirhandel - enkelte kommentarer knyttet til § 2-1 om misbruk av presise og fortrolige opplysninger, § 2-2 om taushetsplikt og rådgivnings-forbud, § 2-3 om forbud mot handel i visse perioder og § 3-1 om meldeplikt</i> , Vedtak & Sirkulærer 1998 nr. 6, http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/f839e5a0d72dd3238d03bd009b9732cb/file/file/Lov%20om%20verdi papirhandel%20-%20enkelte%20kommentarer.pdf (sjekket 22. april 2015). |

Oslo Børs,
Børssirkulær 15/1999

Oslo Børs, *15/1999: Børsnoterte selskapers kontakt med analytikere*, 1. september 1999,
<http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/9465b4ba39a24639558d61eba0020cfa/file/file/B%C3%B8rssirkul%C3%A6re%2015-1999.pdf> (sjekket 22. april 2015).

Oslo Børs,
Antall selskaper
notert ved årsslutt

Oslo Børs, «Antall selskaper notert ved årsslutt», u.å.,
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/%28index%29/0/%28year%29/2009> (sjekket 22. april 2015).

Oslo Børs,
Retningslinjer or
samarbeid mellom
Oslo Børs ASA og
Kredittilsynet

Oslo Børs, *Retningslinjer for samarbeid mellom Oslo Børs ASA og Kredittilsynet*, 6. mai 2009,
http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/9aac5a5640b37036e52d77ea7483868a/file/file/Retningslinjer_samarbeid_Kredittilsynet_OsloBors_2009.pdf (sjekket 22. april 2015).

Oslo Børs,
Løpende forpliktelser
for børsnoterte
selskaper

Oslo Børs. «Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper», juli. 2013.
<http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/4dac0fd9e191e8c9c2ef831c7dcc20cc/file/file/2013-07-01%20L%C3%B8pende%20forpliktelser%20for%20b%C3%B8rsnoterte%20selskaper.pdf> (sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Opptaksregler for
aksjer på Oslo Børs

Oslo Børs, «Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs»,
januar 2015,
<http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/17e4a32f898907a4ea628b23616a986b/file/file/Opptaksregler%20for%20aksjer%20p%C3%A5%20Oslo%20B%C3%B8rs.pdf>
(sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Børssirkulærer

Oslo Børs, «Børssirkulærer», u.å.,
[http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/\(SearchText\)/innsidehandel/](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/(SearchText)/innsidehandel/) (sjekket 22. april 2015).

Oslo Børs,
Overvåkingssystemer

Oslo Børs, «Overvåkingssystemer», u.å.,
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Overvaakingssystemer> (sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Instrumenter

Oslo Børs, «Instrumenter», u.å.,
http://www.oslobors.no/ob_nor/Oslo-Boers/Handel/Instrumenter (sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Søk i primærinnsider-
registeret

Oslo Børs, «Søk i primærinnsiderregisteret», u.å.,
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Primaerinnsiderregister> (sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Innsidehandel /
meldeplikt for
primærinnsidere

Oslo Børs, «Innsidehandel / meldeplikt for
primærinnsidere», u.å.,
[http://www.oslobors.no/Oslo-
Boers/Handel/Markedsovervaaking/Innsidehandel](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Markedsovervaaking/Innsidehandel)
(sjekket 22. april 2015).

Oslo Børs,
Om Oslo Børs

Oslo Børs, «Om Oslo Børs», u.å.,
<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-oss>
(sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Handel i derivater

Oslo Børs, «Handel i derivater», u.å.,
[http://www.oslobors.no/Oslo-
Boers/Handel/Instrumenter/Derivater](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Handel/Instrumenter/Derivater)
(sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Forskjellen mellom
Oslo Børs og Oslo
Axess

Oslo Børs, «Forskjellen mellom Oslo Børs og Oslo
Axess», u.å.,
[http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-
egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Forskjellen-mellom-
Oslo-Boers-og-Oslo-Axess](http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Forskjellen-mellom-Oslo-Boers-og-Oslo-Axess) (sjekket 23. april 2015).

Oslo Børs,
Alt du trenger å vite
om Opsjoner,
Forwards & Futures

Oslo Børs, «Alt du trenger å vite om Opsjoner, Forwards
& Futures», u.å.,
[http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/a94fd0fc1
05b42ed73f439e55e5a4b62/file/file/Alt%20du%20trenger
%20%C3%A5%20vite%20om%20opsjoner%20forwards
%20futures%202013.pdf](http://www.oslobors.no/obnewsletter/download/a94fd0fc105b42ed73f439e55e5a4b62/file/file/Alt%20du%20trenger%20%C3%A5%20vite%20om%20opsjoner%20forwards%20futures%202013.pdf) (sjekket 23. april 2015).

Sparebank 1 (2005),
Innsideregelverk

Sparebank 1 innsideregelverk for Rygge – Vaaler
Sparebank, vedtatt av styret 24. oktober 2005.
http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:lG_Jh5V4QQgJ:https://www.sparebank1.no/ShowProperty%3FcId%3D1254644882083%26cType%3DVedlegg_C%26fileName%3DInnsideregelverk,1.pdf+&cd=1&hl=no&ct=clnk&gl=no (sjekket 24. april 2015).

SNL,
kapitalmarked

Store Norske Leksikon (SNL), «kapitalmarked», ved
Gerhard Stoltz, sist oppdatert 28. mai 2014,
<https://snl.no/kapitalmarked> (sjekket 23. april 2015).

SSB,
Virksomheter

Statistisk sentralbyrå faktaside (SSB), «Virksomheter, 1.
januar 2014», publisert 24. januar 2014,
<http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/bedrifter/aar/2014-01-24>
(sjekket 22. april 2015).

SSB,
Variabeldefinisjon
Obligasjoner og
sertifikater

Statistisk sentralbyrå, «Variabeldefinisjon Obligasjoner og
sertifikater», u.å.,
<http://www.ssb.no/a/metadata/conceptvariable/vardok/2788/nb> (sjekket 23. april 2015).